



BİLECİK ŞEYH EDEBALI ÜNİVERSİTESİ

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

**FİNANSAL PİYASALARDAKİ DEĞİŞİM SÜRECİ VE FİNANSAL
İNNOVASYON: 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNE BİR BAKIŞ**

Fatma UZUNSES

Yüksek Lisans Tezi

Danışman

Yrd. Doç. Dr. İsmail Hakkı İŞCAN

BİLECİK, 2012

T.C.
BİLECİK ŞEYH EDEBALI ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

FİNANSAL PİYASALARDAKİ DEĞİŞİM SÜRECİ VE FİNANSAL
İNNOVASYON: 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNE BİR BAKIŞ

Fatma UZUNSES
YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman
Yrd. Doç. Dr. İsmail Hakkı İŞCAN

BİLECİK
Haziran, 2012

TEŞEKKÜR

Yüksek lisans eğitimimde emeğinin olduğunu düşündüğüm Bilecik üniversitesi akademisyenlerine özellikle tez çalışmamım her aşamasında emek, bilgi ve yardımlarını esirgemeyen tez danışmanım **Yrd. Doç. Dr. İsmail Hakkı İŞCAN** ile maddi manevi desteğini hiçbir zaman eksik hissetmediğim **AİLEME** teşekkür ederim.

Bilecik, 2012

Fatma UZUNSES

ÖZET

FINANSAL PİYASALARDAKİ DEĞİŞİM SÜRECİ VE FINANSAL İNOVASYON: 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNE BİR BAKIŞ

Fatma UZUNSES

1970’li yıllarda, İkinci Dünya Savaşından sonra oluşturulan ve sabit kur sistemine dayanan Bretton Woods (BW) sisteminin çöküşü ile finansal alanda başlayan gelişme süreci, 1980’li yıllarda hız kazanarak günümüze kadar devam etmiş ve halen de devam etmektedir. Teknolojik ilerlemeyle birlikte bilgiye daha kolay ve ucuz ulaşılabilmesi bilginin daha etkin kullanılabilmesini sağlamıştır. Bu ilerlemeler beraberinde finansal küreselleşmeyi getirmiştir. Finansal küreselleşmeyi etkileyen olguların başında ise liberalizasyon ve hemen akabinde inovasyon kavramı gelmektedir. Finansal ürünlerdeki çeşitlilik, bir yandan risk tercihlerini genişletmiş, öte yandan katılımcı sayısını artırarak piyasanın büyümesine yol açmıştır. Böylece tüm ülkelerin finansal sistemleri birbirine bağlı hâle gelmiş ve özellikle ABD odaklı küresel piyasalar oluşmuştur. Dolayısıyla bir ülkede yaşanan sıkıntı diğer ülkeleri de etkilemektedir. 2007 yılının ikinci çeyreğinde konut piyasasındaki bozulmalarla görülmeye başlayan küresel finans krizi, özellikle Eylül 2008’de ABD’nin beşinci büyük yatırım bankası 158 yıllık finans devi Lehman Brothers’ın iflas etmesiyle şiddetini arttırmıştır. ABD’deki dev kuruluşlar büyük sıkıntıya girmiş, kimi devletleştirilmiş, kimi el değiştirmiştir. Böylece dünya ekonomisi 1929 Ekonomik Buhranı’ndan bu yana yaşanan ikinci büyük buhran olarak nitelendirilen bir krizle karşı karşıya kalmıştır. Bu çalışmada finansal sistemin kapsamı verilerek 1970’li yıllardan başlayarak finansal sistemin gelişim ve değişimi ile liberalizasyon süreci anlatılacak ve finansal inovasyonun krizlere yansımadaki etkisinden bahsedilecektir. Son olarak finansal ürünlerin özellikle de türev ürünlerin kullanımındaki hatalardan dolayı 2008 ABD Mortgage Krizi üzerindeki etkisi incelenecektir.

Anahtar kelimeler: Finansal Piyasalar, Finansal İnovasyon, 2008 ABD Küresel (Mortgage) Finansal Krizi.

ABSTRACT

PERIOD OF CHANGE IN THE FINANCIAL MARKETS AND THE FINANCIAL INNOVATION: A VIEW ON 2008 GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Fatma UZUNSES

The development process starting in the financial field through the collapse of the Bretton Woods system, which itself was established in the 1970s after the Second World War and based on the fixed exchange rate system, has continued so far gathering speed in the 1980s. Easy and cheap access to knowledge through technological developments has enabled knowledge to be used more efficiently. These developments have brought along a financial globalization, too. Among the leading facts affecting financial globalization are the liberalisation and the innovation. On the one hand, the variety in the financial products has extended the risk options; on the other hand, it has led the market to increase in size by also increasing the number of participants. Therefore, the financial systems of the world countries have become interconnected and especially the USA-oriented global markets have come into existence. Consequently, any crunch in one country affects the other. Global financial crisis developing through the disruption in the housing market in the second quarter of 2007, has intensified especially in September 2008 after the bankruptcy of the 158 year-old financial giant Lehman Brothers which is the fifth biggest investment bank of USA. Many great organizations in USA have gone through big financial distress, some of them have been nationalized, and some have passed into other hands. Thus the world economy has faced a second great crisis since 1929 Economic Depression. It is the purpose of this study to analyze the liberalization process referring to the development and the change of the financial system since 1970s and expressing the scope of the system itself. It will also mention the effects of the financial innovation on the crises. Finally, this study will analyze the effects of the financial products especially of the derivative products on the 2008 USA Mortgage Crisis resulting from misuse.

Key Words: Financial Markets, Financial Innovation, 2008 USA Global (Mortgage) Financial Crisis.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
TEŞEKKÜR	i
ÖZET.....	ii
ABSTRACT	iii
İÇİNDEKİLER	iv
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	ix
TABLolar LİSTESİ.....	x
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL SİSTEMİN KAPSAMI

1.1. FİNANSAL PİYASALARIN İÇERİĞİ	6
1.1.1. Finansal Piyasa Tanımı.....	6
1.1.2. Finansal Piyasaların Yapısı	6
1.1.3. Finansal Piyasaların İşleyişi	7
1.1.4. Finansal Piyasaların Fonksiyonları	9
1.2. FİNANSAL PİYASALARIN SINIFLANDIRILMASI	11
1.2.1. Para ve Sermaye Piyasaları.....	12
1.2.2. Birincil ve İkincil Piyasalar	14
1.2.3. Organize ve Tezgah Üstü Piyasalar	15
1.2.4. Spot ve Vadeli İşlem Piyasaları.....	18
1.2.5. Ulusal ve Uluslar arası Piyasalar	19

İÇİNDEKİLER (Devamı)

	<u>Sayfa</u>
1.3. FİNANSAL PİYASADA İŞLEM GÖREN ARAÇLAR	20
1.3.1. Para Piyasası Araçları	21
1.3.2. Sermaye Piyasası Araçları.....	23
1.3.3. Uluslar arası Finansal Piyasadaki Araçlar	27
1.4. FİNANSAL PİYASADA YER ALAN KURUMLAR	28
1.4.1. Bankalar	28
1.4.1.1. Merkez Bankası	29
1.4.1.2. Ticari Bankalar (Mevduat Bankaları).....	31
1.4.1.3. Özel Yasalarla Kurulmuş Kamu Bankaları.....	31
1.4.2. Banka Dışı Finansal Araçlar	32
1.4.2.1. Kalkınma ve Yatırım Bankaları.....	33
1.4.2.2. Sigorta Kurumları	33
1.4.2.3. Kolektif Yatırım Kurumları.....	35
1.4.2.4. Menkul Kıymetler Borsası.....	35
1.4.2.5. Risk Sermayesi Şirketleri.....	36
1.4.2.6. Factoring Şirketleri	37
1.4.2.7. Forfaiting Şirketleri.....	38
1.4.2.8. Leasing Şirketleri.....	42

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL PİYASALARDAKİ DEĞİŞİM SÜRECİ VE FİNANSAL İNOVASYON

2.1. FİNANSAL SİSTEMİN TARİHÇESİ	44
2.1.1. Altın Para Sistemi	44
2.1.2. Buhran Dönemi	46
2.1.3. Bretton Woods Sistemi	49
2.1.4. Liberalizasyon Süreci ve Finansal Piyasalara Etkisi	52

İÇİNDEKİLER (Devamı)

Sayfa

2.1.4.1. Finansal Liberalizasyona Yönelik Temel Yaklaşımlar	54
2.1.4.1.1 Neo-Klasik Ekol: McKinnon-Shaw Hipotezi	55
2.1.4.1.2 Yapısalcı Yaklaşım	57
2.1.4.1.3 Neo-Keynesyen Yaklaşım	59
2.1.4.1.4 Post Keynesyen Yaklaşım	60
2.1.4.1.5 Spekülatif Gelişme Modeli.....	61
2.1.4.1.6 Marksist Yaklaşım	62
2.1.4.2. Washington Uzlaşısı	63
2.1.4.3. Finansal Liberalizasyon ve Krizler 10 Yılı.....	66
2.1.4.3.1 Latin Amerika Krizi.....	67
2.1.4.3.2 Meksika Krizi	68
2.1.4.3.3 Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi	69
2.1.4.3.4 Türkiye Krizleri.....	72
2.2. FİNANSAL SİSTEMİN KORUNMASINA YÖNELİK DÜZENLEMELER (BASEL UZLAŞILARI I-II-III)	75
2.3.FİNANSAL PİYASALARDA İNOVASYON.....	84
2.3.1. Finansal İnovasyon Kavramı	85
2.3.2. Finansal İnovasyonu Doğuran Nedenler.....	86
2.3.2.1. Ekonomik Gelişmeler	87
2.3.2.2. Teknolojik Gelişmeler	91
2.3.2.3. Yasal Koşullar.....	92
2.3.3.Finansal İnovasyon Ürünleri.....	95
2.3.3.1. Hedging ve Türev Ürünler (Vadeli İşlem Piyasa Ürünleri)..	95
2.3.3.1.1 Futures.....	100
2.3.3.1.2 Opsiyon.....	102
2.3.3.1.3 Forward.....	104
2.3.3.1.4 Swap.....	107
2.3.3.2. Kredi Türevleri.....	110

İÇİNDEKİLER (Devamı)

Sayfa

2.3.3.2.1. Kredi Temerrüt Takası (Swap) (Credit Default Swap-CDS).....	111
2.3.3.2.2. Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligations-CDO)	113
2.3.3.2.3. Teminatlandırılmış Mortgage Yükümlülükleri (Collateralized Mortgage Obligations-CMO),.....	114
2.3.3.2.4. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (Asset Backed Securities-ABS)	115
2.3.3.2.5. Mortgage'a Dayalı Menkul Kıymetler (Mortgage Backed Securities-MBS)'dir.	115
2.3.3.3. Menkul Kıymetleştirme	118

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KRİZ KAVRAMI VE 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ

3.1. KRİZ KAVRAMI	122
3.1.1. Krizin Tanımı	122
3.1.2. Finansal Kriz Çeşitleri.....	123
3.1.2.1. Banka Krizleri	124
3.1.2.2. Para Krizleri	125
3.1.2.3. Dış Borç Krizi	126
3.1.2.4. Sistemik Krizler.....	126
3.1.3. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Modeller	127
3.1.3.1. Birinci Nesil Finansal Kriz Modelleri.....	128
3.1.3.2. İkinci Nesil Finansal Kriz Modelleri.....	129
3.1.3.3. Üçüncü Nesil Finansal Kriz Modelleri	130
3.2. 2008 (MORTGAGE) KÜRESEL FİNANS KRİZİ	131

İÇİNDEKİLER (Devamı)

Sayfa

3.2.1. 2008 Küresel Finans Krizinin Gelişim Süreci ve Finansal İnovasyonun Kriz Üzerindeki Etkisi.....	132
3.2.2. 2008 Küresel Finans Krizinin Nedenleri.....	134
3.2.2.1 Finansal Yapıdaki Değişim ve Faiz Oranlarındaki Uyumsuzluk.....	135
3.2.2.2 Mortgage Kredi Yapısının Bozulması	137
3.2.2.3 Şeffaflık ve Derecelendirme Kuruluşları.....	141
3.2.2.4 Düzenleyici Kuruluşlar	145
3.2.2.5 Menkul Kıymetleştirme	146
3.2.3. 2008 Küresel Finans Krizinin Ekonomik Etkileri ve Diğer Ülkelere Sıçrama Sebepleri	147
3.2.4. 2008 Küresel Finans Krizi Karşısında Alınan Önlemler.....	148
SONUÇ.....	151
KAYNAKÇA	153
ÖZGEÇMİŞ.....	173

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1: Finansal Sistem Aracılığı İle Fon Akımı.....	8
Şekil.2: Spot Piyasalardaki İşlem Süreci	18
Şekil 3: Yurtiçi Factoringin İşleyişi.....	38
Şekil 4: Forfaiting'in İşleyişi	39
Şekil 5: CDS'lerin Gelişimi.....	113
Şekil 6: MBS'lerin İşleyiş Şekli	117
Şekil 7: Ürünlere Göre Türev Sözleşmeleri.....	121
Şekil 8: Finansal Krizlerin Sınıflandırılması	127
Şekil 9: Çeşitli Ülke CDS Primleri (2011 yılı 4. Çeyrek-5 Yıl Vadeli)	133
Şekil 10: Tüm CMO piyasalarında Ödenmemiş Yaklaşık Borç Tutarı.....	134
Şekil 11: Faiz Oranlarındaki Düşüş ve Kredilerdeki Artış.....	137
Şekil 12: Prime ve Subprime Mortgagelerin Kalitesinin Düşmesi.....	139
Şekil 13: Konut Sektöründe Daralma	140
Şekil 14: Case Schiller Ev Fiyat Endeksleri	141
Şekil 15: Ürün, Kredi Derecesi ve Vadeye Göre Kredi Türevi Kompozisyonu (2009 2.Çeyrek).....	143
Şekil 16: ABD Kredi Notu ve Sektörlere Göre CDS Dağılımı	144

TABLolar LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Tablo 1: Para ve Sermaye Piyasalarının Karşılaştırılması	14
Tablo 2: Organize ve Tezgah üstü Piyasaların Karşılaştırılması	17
Tablo 3: Spot ve Vadeli Piyasaların Özellikleri.....	19
Tablo 4: Yatırım Araçlarının Risk ve Getirileri	26
Tablo 5: Factoring ve Forfaiting'in Kıyaslanması	41
Tablo 6: Toplam Sanayi Üretim İndeksi (1929:100)	47
Tablo 7: ABD'de Büyük Bunalım Sonrasında GSMH'nin Düşüşü.....	48
Tablo 8: Güçlendirilmiş Sermaye Çerçevesi: Basel II'den Basel III'e	79
Tablo:9 Basel III Uygulama Takvimi	81
Tablo 10: Türev Ürünlerin Özellikleri	99

KISALTMALAR LİSTESİ

AB: Avrupa Birliği

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

BW: Bretton Woods

ERM: Avrupa Para Sistemi

GATT: Gümrük Tarifesi ve Ticaret Genel Anlaşması

GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla

IMF: International Monetary Found (Uluslar arası Para Fonu)

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

MB: Merkez Bankası

OPEC: Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü

SPK: Sermaye Piyasası Kurumu

T.C.: Türkiye Cumhuriyeti

TSPAKB: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları

VDMK: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

GİRİŞ

1980'li yıllarda dünya ticaretinin dışa açık hale gelmesi ile ekonomik faaliyetler gün geçtikçe artmaya başlamış bu da faaliyette bulunan ekonomik birimlerde ciddi finansal taleplere neden olmuştur. Finansman ihtiyacını öz kaynaklarından gideremeyen birimler dış finansmana ihtiyaç duymuştur. Bunun yanında ekonomide fon fazlalığı olan birimlerin de olması iki tarafı ortak bir amaç doğrultusunda karşı karşıya getirmiştir. Finansal sistem yatırım tasarruf denkleğini sağlamaya aracılık ederek tam da bu noktada kendini göstermektedir (Canbaş ve Doğukanlı, 1997:1).

Piyasa ekonomisini benimseyen ülkeler, tasarruflarını yatırıma finansal sistem aracılığı ile dönüştürürler. Bu dönüşüm, Sömürgecilikten küreselleşmeye uzanan zaman diliminde kapitalist dünya ekonomisinin geçirdiği ekonomik dönüşümün ilk zamanları aracısız ve örgütlenmemiş şekilde yapılırken gelişen dünya ekonomisi ile birlikte aracı kurumlar ile yapılmaya başlanmıştır. Böylece finansal piyasaların varlığı ile fon alışverişi daha etkin bir konuma gelmiştir. Finansal sistemde yatırımların finansmanında iki türlü finansman modeli bir arada kullanılır. Finansman modelinin birincisinde bankacılık sistemi etkinken diğer modelde finansal piyasalar ön planda tutulmaktadır. (Kar vd., 2008:186-87).

Geçmişteki para sistemleri ve uygulamalarının bilinmesi bugün uygulamada olan parasal sistem bu aşamaya nasıl geldiği hakkında bizi bilgilendirecektir. Uluslararası ödeme sistemleri tarihçesine bakıldığında, finansal sistemi dönemlere ayırarak incelemek, bu süreci anlamada yardımcı olacaktır. Bu süreci şu başlıklar altında toplamak mümkündür:

- Altın Para Standardı Dönemi
- Buhran Dönemi
- Bretton Woods Dönemi
- Liberalizasyon Süreci ve Finansal Piyasalara Etkisi
- Washington Uzlaşısı
- Finansal Liberalizasyon ve Krizler 10 Yılı

Finansal liberalizasyon süreci kapalı ekonomiyi dünyaya açan, dışa açık ekonomilere de yeni ticari ortaklar getiren bir süreçtir. Bunun yanında ekonomide şeffaflığın olmaması kriz olasılığını önemli ölçüde artırmaktadır (Ersoy, 2012:1-3). Ayrıca finansal liberalizasyon sürecinde, makroekonomik istikrarsızlıklar ve finansal yapıdaki eksiklikler gibi temel etkenlerden dolayı ekonomi kırılgan bir yapı halini alır ve kırılgan yapının belli bir noktadan sonra sürdürülemez duruma gelmesiyle kriz yaşanabilmektedir.

1980'lerden itibaren dünyada yaşanan hızlı liberalleşme ve serbest pazar ekonomisine geçiş süreci birçok ülkede sermaye piyasalarının kurulması veya yeniden yapılanması sonucunu doğurmuştur. Gelişmiş finans piyasalarına sahip ülkelerde çok çeşitli enstrümanların bulunması, alternatif piyasa mekanizmalarının ve finansman metotlarının bulunması geliştirmekte olan ülkelerdeki kamu ve özel kuruluşların bu ülkelerin kaynaklarına başvurmasını sağlamıştır (Vurgun, 1992).

Liberalizasyona geçişin başlangıçta olumlu etki yarattığı gözlemlenirken 1980-82 yıllarında resesyona karşı uygulanan politikalar, uygulanma sürecinin ilk dönemleri büyümeyi hızlandırıcı etki yapmış daha sonra Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütüne (OECD) üye ülkelerin çoğunda şiddetli parasal daralmalara yol açmıştır. 1980'lerin başlarında işsizlik oranları savaş yıllarından sonra en yüksek seviyesine ulaşmıştı ve ciddi oranda kapasite fazlası oluşmuştu. Kapasite fazlası daha sonra, resesyon döneminde baskılanmış olan talebin karşılanmasına dayalı kısa süreli de olsa bir canlanmayı mümkün kılmıştır. Canlanma sağlanırken enflasyon oranları düşmüştür. 1980-81'de yükselmiş olan enflasyon, sıkı para politikasının ve yüksek işsizlik oranının etkisiyle düşüşe geçmiştir. Bu durum enflasyonist olan bir durumun devamlı olarak sürdürülebileceğine inancını güçlendirirken, serbestleştirilmiş mali piyasalara da teşvik sağlamıştır (Shutt, 2004:60).

Finansal sistemin yenilenmesi ve küreselleşme yeni finansal araçları gündeme getirmiştir ve bu durum uygulamada olan finansal araçlara yeni fonksiyonlar yüklemiştir. 1980 sonrası artan finansal yenilikler ürün, hizmet, teknoloji ve piyasaların her alanında kendini göstermiştir (Lucas, 1994:179). Bu ilerleme ile dünyada para ve diğer finansal varlıkların kullanılabilmesi 152 dolayında enstrüman mevcuttur (Odabaşı, 1999:38).

1970 ve 1980'li yıllarda finans sistemini etkileyen gelişmelere paralel olarak finans dünyasında birçok yenilik yapılmıştır. Söz konusu finansal yenilikler arasında forward, future, swap, option ve menkul kıymetleştirme yer almaktadır (Vatansever, 2000:3). Menkul kıymetleştirme, işletmelerin sahip oldukları kredi ve diğer alacaklarının bazı kurumlara transfer edilmesi ile menkul kıymet ihracını sağlayan bir finansman modelidir (Sönmez, 2009:80). Modern anlamda menkul kıymetleştirme uygulamaları, 1970 yılında ABD'de federal hükümetin konut ipoteklerini menkul kıymetleştirmeyi motive etmesiyle başlamıştır. 1977'de ise özel sektör kuruluşları menkul kıymetleştirme uygulamasına geçmişlerdir. İlk olarak 1970 yılında ABD'de başlayan menkul kıymetleştirme uygulamaları, 1980'li yılların ortalarına kadar ipotekli konut kredileri şeklinde ve hükümet desteğiyle gelişimini sürdürmüştür. (Vatansever, 2000:1).

Dünyada bugüne kadar yaşanan krizlere bakıldığında zaman pek çok ortak özelliği olduğu ancak hiçbir krizin birbirinin aynı olmadığı görülmektedir (Perelman, 2008:30). 1980'li yılların başlarından itibaren uygulamaya konulan finansal reform süreci, kesintilere uğramasına rağmen birçok ülkede devam etmektedir. Bu süreci iki aşamada incelemek mümkündür. Reformların ilk aşamasını 1980'lerden başlayan ve 1990'lı yıllara kadar devam eden dönem oluşturmaktadır. Bu dönemde birçok ülke mali piyasalarla ilgili finansal baskı döneminden kalma yasaları kaldırmaya yönelik düzenlemelere gitmiştir (Seyidoğlu, 2003:141-56).

Türev ürünlerdeki çeşitlik artışı ve risk ölçümü yöntemlerinin hızlı gelişmesi genel olarak bankacılık sisteminin daha sağlıklı bir döneme girmesine yardımcı olmuştur. Fakat aynı zamanda bu dönemde türev ürünlerde kendini bulan yeni risk alanlarının oluştuğu gözlemlenmiştir. Özellikle tezgahüstü piyasalarda ABD faiz oranı opsiyonlarının çok yoğun olduğu görülmektedir. Ancak, başta kredi türevleri olmak üzere risklerin bankacılık kesimi dışına transfer olduğu, bu finansal araçların banka dışı kesimlerin portföyünde de yer aldığı sıklıkla ifade edilmektedir. Bu sistemde riskten korunma fonlarının etkin bir rolü söz konusudur. Nitekim bunun da bir sonucu olarak türev işlemlerin ve özellikle opsiyonların işlem hacminde 2000 yılı sonrası dönemde büyük artış söz konusudur (Sakarya, 2008:10).

2008 küresel krizinin altında yatan asıl sorun emlak kredileri de olsa kredinin değil ona dayanılarak yapılan işlemlerin krize sebep olduğu ifade edilir. Sorunu oluşturan şey, kredinin elden ele inanılmaz şekilde el değiştirmesidir. Bu el değiştirme türev ürün denilen finansal buluşla gerçekleşmektedir. Türev ürünler, mortgage kredisi verenin bu krediyi kullanan tarafından geri ödenmemesi riskini üçüncü kişilere, örneğin hedge fonlara devretmeye yarıyordu. Riski devreden kredi kuruluşları çok daha büyük risklere girebiliyor ve krediler ile türev ürünler gittikçe büyüyordu. Başlangıçta riski devretmeyi sağlayan ve sistemde bir sigorta işlevi gören türev ürünler, giderek kendileri birer risk unsuru olmaya başlamıştır (Eğilmez, 2010:67-8).

2007 küresel krizinin arka planına bakıldığında birkaç yıl öncesinden incelemek faydalı olacaktır. ABD’de 2000 yılında ileri teknoloji şirketlerinin hisse senetlerinin oluşturduğu balonun patlamasının ve 11 Eylül 2001’deki saldırının paralelinde 2001 ve 2002’de yaşanan ekonomik durgunluğun bir sonucu olarak FED kısa vadeli gösterge faiz oranlarını düşürmeye başlamıştır. FED ekonomiyi canlandırmak amacıyla 2001’de %6,5 olan kısa vadeli faiz oranlarını 2003’te %1’e kadar indirmiş bununla birlikte bankaların kullandıkları tercihli faiz oranı ve değişken faizli ipotekli konut kredilerinde uygulanan faiz oranları da düşmüştür. Ocak 2002’deki enflasyon oranı ise %1,14 ile ülke tarihinin en düşük enflasyon değerini görmüştür. Düşük faizler ve enflasyon oranları ev alımına talebini artırmıştır (Zandi, 2008:69-72).

Küresel krizin nedenlerinden biri olarak kabul edilen menkul kıymetleştirme, riski bir kurumdan diğerine aktarmayı kolaylaştırmıştır. İpotekli konut kredisi veren bir banka, kredilerin geri ödemelerini menkul kıymetleştirerek bir kısmını ya da tamamını yatırım bankasına veya bir ipotekli satış kuruluşuna satabilmektedir. Ancak banka tarafından yapılan menkul kıymetleştirme ile kredi ödemelerinde oluşacak bir aksama durumunda hem krediyi veren banka, hem de menkul değeri satan diğer finansal kuruluşlar zarar edecektir. Bu süreç, kriz durumunda finansal sistemi kırılgan bir hâle getirmektedir (Alantar, 2008:2-3). İpotekli konut kredilerine dayalı olarak çıkarılan menkul değerler ve konut kredilerinin geri ödemelerinin yapılamaması yüzünden, ikincil piyasanın fonlanmasında sorunlar oluşmuştur. Özellikle düşük nitelikli konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, finansal piyasalarının işleyişini temelden bozmuştur (Demir vd., 2008:53).

Çalışmamız üç ana bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde finansal sistemin nasıl bir yapıya sahip olduğu, işleyişi, fonksiyonları, finansal sistemde kullanılan araçlar ve bu araçların hangi piyasalarda işlem gördüğü ve finansal kurumlardan bahsedilmektedir. İkinci bölüm itibariyle finansal piyasaların gelişimi altın para sisteminden başlanarak anlatılmaktadır. Bu bölümde özellikle liberalizasyon sürecinin finansal alandaki gelişim üzerindeki önemi üzerinde durulmaktadır. Ayrıca finansal alandaki düzenlemeler yapılan ürün yenilikleri ve finansal inovasyonun krizler üzerindeki etkisi hakkında genel değerlendirme yapılmaktadır. Son bölümde ise 2008 ABD Mortgage küresel finans krizi anlatılmış ve finansal inovasyon ile kriz arasındaki bağlantı incelenmiştir. Tezin amacı finansal alanda yapılan inovasyonun krizler üzerinde olumsuz etkisinin olduğu hatta finansal krizlere sebebiyet verdiği ortaya konulmaya çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FINANSAL SİSTEMİN KAPSAMI

1.1. FİNANSAL PİYASALARIN İÇERİĞİ

1.1.1. Finansal Piyasa Tanımı

Finansal sistem, tasarruf sahiplerinin fonlarını yatırımcılara aktaran kurum ve süreçlerden oluşmaktadır. Bu özelliği ile ekonomide önemli işlevleri yerine getirmektedir. Modern ekonominin ihtiyacı olan mal ve hizmetlerin üretim ve tüketimine katkıda bulunmaktadır (Kar vd., 2008:185). Finansal piyasaları, tüketim fazlası olanların tasarruflarını tüketim açığı olanların kullanımına sundukları organizasyon şeklinde tanımlamak mümkündür (Soydemir, 1998:4). Tanımdan da anlaşılacağı üzere finansal piyasalar alıcı ve satıcıların bulunduğu, değişimin yapıldığı, borç verilebilir fonların arzı ile fon talep edenler arasındaki akımı hukuki ve idari kurallarla düzenleyen bir yapıdır (Kargı, 1998:29-30).

1.1.2. Finansal Piyasaların Yapısı

1980’li yıllarda dünya ticaretinin dışa açık hale gelmesi ile ekonomik faaliyetler gün geçtikçe artmaya başlamıştır. Bu da faaliyette bulunan ekonomik birimlerde ciddi finansal taleplere neden olmuştur. Finansman ihtiyacını öz kaynaklarından gideremeyen birimler dış finansmana ihtiyaç duymuştur. Bunun yanında ekonomide fon fazlalığı olan birimlerin de olması iki tarafı ortak bir amaç doğrultusunda karşı karşıya getirmiştir. Finansal sistem yatırım tasarruf denkleğini sağlamaya aracılık ederek tam da bu noktada kendini göstermektedir. Finansal piyasanın yapısı borç ve alacaklıya aracılık eden araç ve kurumlardan oluşmaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 1997:1). Finansal yapı ülkelerin gelişmişlik düzeylerine göre farklılık göstermekle birlikte genel olarak beş unsurdan oluşur. Bu unsurlar şunlardır (Uludağ ve Arıcan, 1999:113-16):

- Fon arz edenler (tasarruf sahipleri)

- Fon talep edenler (yatırımcılar)
- Fon akımına aracılık eden yardımcı kuruluşlar
- Yatırım ve finansman araçları
- Hukuki ve idari düzen

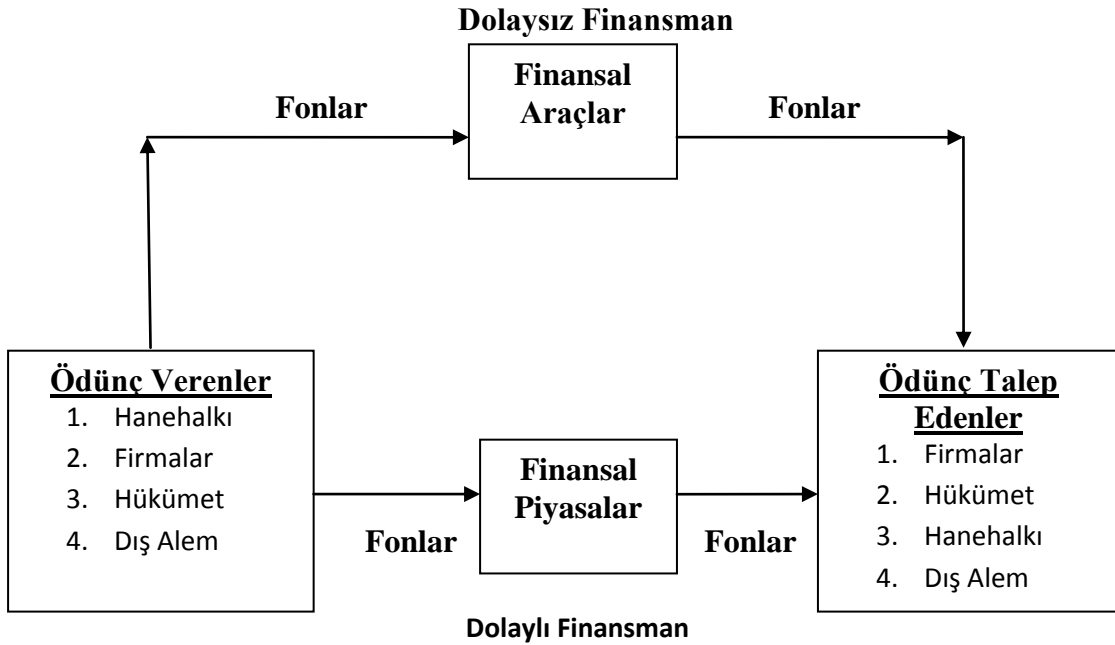
Finansal yapı fon arz edenlerle fon talep edenleri üç temel bileşen ile bir araya getirebilmektedir. Bunlar: Finansal kuruluşlar, finansal piyasalar ve finansal araçlardır. Finansal kurumlar, finansal araçların değişimine aracılık ederler. Finansal piyasalar, piyasa katılımcıları arasında kaynakların akışının sağlandığı organizasyonlardır. Finansal araçlar ise finansal kesimler arasında paranın değişimi ile paranın belirli vadedeki taahhütlerini taşır (Uludağ ve Arıcan, 1999:113-16). Genel itibariyle tanımladığımızda finansal sistem, fon kullananlar ile fon arz edenlerin, fon akımını gerçekleştiren kurumların, finansal araçların ve tüm bu unsurları düzenleyen hukuki-idari kurallar bütünü oluşturur (Kargı, 1998:29).

1.1.3. Finansal Piyasaların İşleyişi

Piyasa ekonomisini benimseyen ülkeler, tasarruflarını yatırıma finansal sistem aracılığı ile dönüştürürler. Bu dönüşüm, Sömürgecilikten küreselleşmeye uzanan zaman diliminde kapitalist dünya ekonomisinin geçirdiği ekonomik dönüşümün ilk zamanları aracısız ve örgütlenmemiş şekilde yapılırken gelişen dünya ekonomisi ile birlikte aracı kurumlar ile yapılmaya başlanmıştır. Böylece finansal piyasaların varlığı ile fon alışverişi daha etkin bir konuma gelmiştir. Finansal sistemde yatırımların finansmanında iki türlü finansman modeli bir arada kullanılır. Finansman modelinin birincisinde bankacılık sistemi etkinken diğer modelde finansal piyasalar ön planda tutulmaktadır. (Kar vd., 2008:186-87).

Finansal piyasalarda para talep ve arzı karşılaştırılarak bir denge sağlanmasına çalışılır. Bu nedenle söz konusu piyasalar, işletmelere dışarıdan sermaye sağlamanın ön koşuludurlar. Finansal piyasalar, tam rekabetin geçerli olmadığı piyasalardır. Şu anlamda ki; her birinde farklı koşulların, faiz oranlarının, kredi ve katılma olanaklarının geçerli olduğu çeşitli yan finansal piyasalar vardır (Yüksel ve Rodoplu, 1980:2).

Finansal piyasaların temel işlevi zaman ve mekan açısından fon sıkışıklığını gidererek doğru fon akımını gerçekleştirmek, tasarrufu özendirerek artırmak ve sermaye birikimini sağlamaktır. Finansal piyasalar bu işlevleri yerine getirerek ekonomik gelişme için gerekli olan ulusal tasarrufun oluşmasına katkıda bulunmaktadır (Sarıkamış, 2000:8-10). Fonların etkin akışı sağlanamazsa ekonomi fonksiyonunu yerine getiremez. Finansal piyasaların işleyişi ile ilgili şemadan da anlaşılacağı gibi fonlar, fon fazlası olanlardan fon açığı olanlara finansal varlıklar aracılığı ve bir takım finansal araçlar yardımı ile akar. Finansal piyasalardaki fon akışını şematik olarak aşağıdaki gibi gösterebiliriz (Orhan ve Erdoğan, 2008:406).



Şekil 1. Finansal Sistem Aracılığı İle Fon Akımı

Kaynak: (Orhan ve Erdoğan, 2008:406; Mishkin, 1995:22).

Finansal piyasa katılımcıları; hane halkı, özel sektör işletmeleri, kamu, kamuya ait kuruluşlar, yerel yönetimler ve belediyeler, uluslararası bireysel ya da kurumsal yatırımcılar olabilir. Sayılan bu katılımcılar finansal pazarlardan fon talep edebilecekleri gibi aynı zamanda fon arz eden birimler de olabilirler. Fon talep ettikleri zaman, finansal varlık ihraç ederek fon arz edenlere topladıkları fonların karşılığında finansal varlıkları verirler. Bir başka anlatımla finansal varlıklar, ekonomide fonların fon arz edenlerden (tasarruf sahiplerinden) fon talep edenlere (yatırımcılara) akışını sağlayan belgeler ya da menkul kıymetlerdir (Konuralp, 2005:17).

Finansal piyasalarda fon kaynakları arasında en önemlisi hane halkıdır. Fon ihtiyacı olan kesim içerisinde ise en büyük pay firmalara aittir. Finansal piyasalarda fon aktarımı dolaylı finansman ve dolaysız finansman olarak iki şekilde yapılabilmektedir. Doğrudan finansman, firmaların menkul kıymet ihraç etmek suretiyle finansman sağlamasıdır (Orhan ve Erdoğan, 1999:249). Doğrudan finansman tanım gereği doğrudan olsa da finansman ilişkisinde süreci çabuklaştırmak ve etkinliği artırmak için bazı kurumlar aracılık etmektedir. Bunlar genel olarak; Broker, Dealer, Yatırım Bankası veya Bankerdir (Karan, 2001:303). Dolaylı finansman ise finansal araçlar vasıtasıyla fon aktarımının gerçekleşmesidir. Finansal fonların aktarımına aracılık eden kuruluşlar hisse senedi ve tahvilleri halka satmada aracılık ederler ya da ihracın tamamını kendileri satın alıp daha sonra bunları nihai alıcılara satarlar. Dolayısıyla varlıklar hiç şekil değiştirmeden tasarruflara transfer edilir (Konuralp, 2005:18). Günümüzde finansal piyasalarda en yaygın finansman şekli dolaysız finansmandır (Orhan ve Erdoğan, 1999:249).

1.1.4. Finansal Piyasaların Fonksiyonları

Finansal sektörün fonksiyonlarını anlamak için finansal yapı ve hizmetlerin sağlanması arasındaki ilişki incelenmelidir. Bu bakımdan finansal sistem; banka, para gibi belli enstrümanlara odaklanmayı engelleyerek finansal yapı ve finansal fonksiyonlar arasındaki ilişkiyi incelemenin daha doğru olacağı bir alanı temsil etmektedir. Ülkelerin gelişimlerini sürdürebilmeleri için ihtiyaç duydukları önemli faktörlerden biri yatırımlarda sağlanan artıştır. Yatırımların artması yatırımda kullanılacak fonlardaki artışa bağlıdır. Yatırıma dönüştürülmek istenen fonların kısıtlı oluşu ve verimli alanlarda kullanılmaması olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Bu noktada finansal piyasalara önemli görevler düşmektedir (Levine, 1997:691). Finansal piyasanın fonksiyonlarını yedi başlık altında toplamak mümkündür (Kar vd., 2008:193-99):

- 1- Risk yönetiminin kolaylaştırılması
- 2- Fon akışını sağlamak
- 3- Bilgi ve işlem maliyetlerini düşürmek
- 4- Tasarrufların mobilizasyonu
- 5- Yöneticilerin izlenmesi

- 6- İşlem maliyetlerinin düşürülmesi ve uzmanlaşma
- 7- Değişimi kolaylaştırmak
- 8- Finansal aracılığın maliyetinin düşürülmesi

Finansal varlığın riski, getirisinde ölçülebilir belirsizlik olarak tanımlanabilir. Risk finansal varlığın fiyatını belirleyen en önemli özelliktir. Devlet tahvili ve bonolarının riski sıfır olarak kabul edilir. Çünkü devletin para basma gücü vardır ve vadesi gelen faiz ve anaparanın ödenmemesi gibi bir durum olmayacaktır. Özel kişi ve kurumlara ait finansal varlıklar risk taşırlar (Aydın, 2001:360). Finansal işlemlerde risk likidite riski ile duruma özel risk olarak iki başlık altında incelenir (Levine, 1997:691). Likidite riski, varlıkların değişim aracına dönüştürme sürecinde belirsizlikten kaynaklanan risk, sahip olunan varlığın istenildiğinde paraya çevrilememe ve kıymetin cari hesap değeri altında elden çıkarılması durumlarıdır. Duruma özel risk ise içinde bulunulan durumdan kaynaklanan risklerdir. Finansal sistem yatırımcılara özellikle likidite ve yatırım riskini azaltma olanağı sunmaktadır (Kar vd., 2008:194-96).

Finansal sektörün fon akışı sağlamada ki rolü, birbirinden habersiz fon sahipleri ve yatırımcılar arasındaki bağlantıyı kurmak, fonlar fon sahiplerinden toplanırken zaman kazanmak ve maliyeti azaltmaktır (Levine, 1997:69). Finansal sektörde yönetim ve piyasa koşullarının denetimi zor ve maliyetlidir. Kişi ya da kurumlar finansal alanda yeteri kadar bilgi sahibi olamayabilir ya da zaman sorunu yaşayabilir. Günümüzde bilgi önemli ve pahalı bir maliyettir ve zaman ister. Finansal araçlarla maliyet ve zamandan tasarruf etmek mümkündür. Kişi ya da kurumlar bu gibi sebeplerden dolayı finansal araçlara başvurur.

Tasarrufların mobilizasyonu olarak adlandırılan fonksiyon ile risk dağıtılarak likidite güçlendirilir ve kaynak dağılımında iyileştirme sağlanır. Ayrıca finansal araçlar verimsiz alandaki fonları verimli alanlara aktarmayı da sağlar. Bir finansal sistem yatırımları ne kadar hızlı ve az maliyetle yatırıma aktarabiliyorsa etkinliği o kadar yüksektir (Kar vd., 2008:197). Önemli olan az maliyetle yüksek kar elde etmektir. Tasarruf sahipleri kar elde ederken yatırımcılar da ihtiyacı olan finansal kaynağı elde etmiş olurlar.

Finansal sistemdeki aracı kurumların izlenmesi, performansın takibi ve artması adına önem taşır. Dolayısıyla performansı iyi olmayan ya da görevini kötüye kullanan yöneticilerin görevden uzaklaştırılması söz konusu olur. Bu durumda kişi görevden alınma ya da uzaklaştırılma korkusuyla daha etkin çalışır. Böylece daha iyi bir şirket kontrolü sağlanır ve etkinlik artmış olur (Bayraktar, 1999:8). Finansal piyasalarda verimin artmasının diğer bir unsuru da uzmanlaşmadır. Uzmanlaşma maliyeti düşürücü bir etkidir. Adam Smith'in 1776 Milletlerin Zenginliği adlı eserindeki örneklemeinde olduğu gibi finansal alanda da işin uzmanlar tarafından yapılması maliyeti azaltıcı bir unsurdur. Uzmanlaşmayla birlikte yapılan işteki kalite düzeyi artırılarak, doğru yönlendirmeyle fon akımı doğru şekilde sağlanmış olur.

Küreselleşen bir dünyada değişim oldukça kolaylaşmıştır. Daha önceleri bir malın başka bir yere götürülmesi aylarca zaman alırken şimdi çok kısa zaman almaktadır. Söz konusu finansal araçlar olunca teknolojinin de gelişimiyle bu süreç daha da hızlanmış durumdadır. Bir kısım finansal araçlar para gibi kullanılabilir ya da paraya kolayca dönüştürülebilirler. Çek hesaplarını örnek olarak verebiliriz. Bir finansal varlık ne kadar kısa sürede değerinden önemli ölçüde kaybetmeksizin paraya dönüştürülebiliyorsa likiditesi o denli yüksek olur (Aydın, 2001:360). Finansal sektörün gelişmesiyle finansal araçların maliyetinin de düşürülmesi beklenmektedir. Maliyet düştükçe finansal araçların kullanımı daha fazla artacak ve yaygınlaşacaktır.

1.2. FİNANSAL PİYASALARIN SINIFLANDIRILMASI

Finansal piyasalarda kesin çizgilerle ayırım yapmak oldukça zordur. Çünkü finansal piyasalar iç içe geçmiş şekildedir ve bir piyasa diğer bir piyasayı kapsayabilmektedir. Finansal piyasalardaki sınıflandırma; finansal varlığın ödünç verilmiş şekli, finansal varlığın piyasaya nasıl sunulduğu, finansal piyasaların örgütlenme biçimi ve kontrollü ya da serbest olup olmamasına, finansal varlığın süresi göre çeşitli başlıklar halinde kategorize edilmiştir. Bu başlıklar şu şekildedir.

1. Para ve Sermaye piyasası: Finansal varlıkların verilisinde vade farkından kaynaklanan sınıflandırma.

2. Birincil ve İkincil Piyasalar: Finansal Varlıkların piyasaya nasıl sunulduğu ile ilgili sınıflandırma.
3. Organize ve Tezgah Üstü Piyasalar: Finansal piyasaların örgütlenme biçimine (Kontrollü veya serbest) göre yapılan sınıflandırma.
4. Spot ve Vadeli İşlem Piyasaları: Finansal varlıkların ödünç verilmiş şekli ile alakalı sınıflandırma.

1.2.1. Para ve Sermaye Piyasaları

Para ve sermaye piyasaları yakın ilişki içindedirler. Yatırımcılar için önemli olan ellerinde olan fonu en iyi nasıl değerlendirecekleridir. Bu bakımdan piyasadaki gelişmelere göre fonlarını sermaye piyasasından çekip para piyasasına ya da para piyasasından çekip sermaye piyasasına aktarabilir. Para ve sermaye piyasası literatürde ödünç verilebilir fonlar piyasası olarak da bilinmektedir (Seyidoğlu, 2003:680-83). Genel olarak tanımladığımızda fon aktarımını sağlayan mekanizmalardır. İki piyasayı birbirinden ayıran en önemli neden iki piyasanın vade farklılıklarının farklı olmasıdır.

Para piyasası, vadesi bir yıldan kısa olan fon arz ve talebinin karşılandığı piyasalardır (Özerol, 2011:104). Bir başka tanıma göre de paranın ya da her an paraya çevrilebilecek varlıkların alınıp satıldığı ya da değiştirilebildiği piyasalardır. Bu tanıma göre her mevduat sahibinin para piyasasının bir elemanı olduğu söylenebilir (Bağdatlıoğlu, 1998:9). Belli bir faiz geliri elde etmek isteyen tasarruf sahipleri ellerindeki birikimlerini bankalarda mevduat hesabı olarak tutmayı ya da mevduat sertifikası, hazine bonusu, finansman bonusu ve kısa vadeli menkul değer satın almayı tercih edebilirler. Ticari bankalar, topladıkları bu mevduatları likiditeye ihtiyaç duyan kişi ya da kurumlara kredi açarak değerlendirir. Tasarruf sahipleri böylece doğrudan mevduat hesabı açmak yerine mali kuruluşların çıkardıkları kısa vadeli menkul değerleri satın alarak da piyasaya fon arz edebilir (Eroğlu, 2004:54).

Sermaye piyasası, orta ve uzun vadede fon arz edenlerle fon talep edenlerin bulunduğu piyasadır. Bir başka deyişle de tasarruf sahipleri ve yatırımcıların, fon akışını sağlayan aracı kurumların (bankalar, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları v.s.) ve kuruluşların bir araya gelmesi ile oluşan piyasadır (Başoğlu vd., 2001:11). Sermaye

piyasası tasarrufların verimli alanlara aktarılarak uzun süreli kaynak teminini sağlar (Müslümov ve Aras, 2002:90-100). Bir ekonomide sermaye piyasasının gelişmesi için öncelikle sermaye talebinde bulunacak, tasarrufları özendirecek ve sermaye arzını artıracak kurumların çoğalmasına ve finansal aracı kuruluşların örgütlenmesine ihtiyaç vardır. Bununla birlikte sermaye piyasası ve ekonomi ilişkisine bakıldığında mülkiyetin tabana yayılarak kalkınmaya olumlu etkisinin olacağı söylenebilir (Taptık, 2000:7).

Sermaye piyasasının uzun vadeli, para piyasasının da kısa vadeli fon akımlarını gerçekleştirilmesi para piyasası enstrümanlarının sermaye piyasası enstrümanlarına göre daha likit olmasının nedenidir. Şirketler ve bankalar geçici olarak ellerinde bulunan fonlar üzerinden faiz kazanmak için para piyasası menkul kıymetlerini tercih ederler. Sigorta şirketleri veya emeklilik kurumları gibi aracı kurumlar ise uzun vadeli menkul kıymetleri kullanırlar zira gelecekte ellerinde olacak fonlarla ilgili belirsizlikleri daha azdır. Genel olarak bakıldığında sermaye piyasası para piyasasını da kapsamaktadır. Gerek kredi arzı gerekse kredi talebi para piyasasından sermaye piyasasına ya da sermaye piyasasından para piyasasına kolayca kayabilir. Faiz haddi iki piyasa arasındaki fon akımını ayarlayan düzenleyici bir enstrüman olmaktadır. Fon arz edenler kendi yatırım politikalarını ve elde etmeyi umdukları gelirlere bağlı olarak yatırılabilir fonları bu piyasalardan birine ya da her ikisine de yönlendirebilirler. Fon talep edenlerde her iki piyasadan da borçlanabilirler (Yalta, 2001:52-3). Para ve sermaye piyasası arasındaki farklılıklar aşağıdaki tablo'da belirtilmektedir.

Tablo 1: Para ve Sermaye Piyasalarının Karşılaştırılması

FARKLILIKLARI	Para Piyasası	Sermaye Piyasası
Süre	Kısa süreli fon istem ve sunumun karşılaştırıldığı pazardır.	Uzun süreli fon istem ve sunumunun karşılaştırıldığı pazardır.
İşlev	Geçici nitelikteki likit sıkıntısının giderilmesi için başvurulur.	Sabit yatırım ve net işletme sermayesi gereksinimini için başvurulur.
Kaynak	Fon kaynakları devamlılık göstermeyen resmi, ticari ve vadesiz mevduatlardır.	Fon kaynakları devamlılık gösteren gerçek tasarruflardır.
Araç	Fon alışverişinde kullanılan araçlar ticari senetlerdir.	Fon alışverişinde kullanılan araçlar pay senedi, tahvil gibi menkul değerlerdir.

Kaynak: (Uzun, 2006:15)

1.2.2. Birincil ve İkincil Piyasalar

Finansal piyasalar finansal araçların piyasada ilk kez işlem görmesi ya da görmemesine göre birincil ve ikincil piyasalar olarak ayrılmaktadır. Bu ayrım finansal varlığın piyasaya nasıl sunulduğu ile ilgilidir. Finansal varlıklar önce birincil piyasada işlem görürler daha sonrasında ikincil piyasalara transfer olurlar.

Birincil piyasalar, fon talep edenlerin çıkarttıkları menkul kıymetlerin ilk kez işlem gördüğü piyasalardır (Erdoğan, 1999:251). Birincil piyasalardaki varlıkların temel

özelliği ihraçtan satın alınmasıdır (Seyidoğlu, 1999:59). Daha geniş anlamıyla birincil piyasalar, hisse senedi gibi menkul kıymetlerin hükümet ya da şirketler tarafından ilk alıcılara satıldığı piyasa çeşididir. Birincil piyasalara halkın katılımı azdır. Nedeni ilk satışın halka kapalı olarak banka veya diğer aracı kurumlara yapılmasıdır. Belli miktarın üzerindeki işlemlerde nadiren özel kişilerin katılımı mümkündür (Pınar ve Erdal, 2003:69).

İkincil piyasalar, daha önceden çıkarılmış menkul kıymetlerin ikinci kez satıldığı piyasalardır. İkincil piyasalar, finansal araçlara likidite ve pazarlanabilme özelliği katar. Bir menkul kıymetin likiditesinin artması birincil piyasada o varlığın talebinin artmasında, menkul kıymetin halk tarafından duyulmasında ve bilinmesinde etkilidir (Parasız, 1997:52).

Menkul kıymeti ihraçtan alanlar, menkul kıymeti tekrar paraya çevirmek istediklerinde menkul kıymetlerde hiçbir zaman, tahvillerde ise vadeden önce ihraç eden kuruluşa müracaat etmezler (Yalta, 2011:54). Burada ikincil piyasaların önemi ortaya çıkmaktadır. Herhangi bir kişi İkincil piyasalardan menkul kıymet alım satımı yaptığında eline herhangi bir kaynak geçmez. Menkul kıymetlerden sağlanan fonların şirkete faydasını şu şekilde izah edebiliriz: Nakit sağlamak için finansal araçların satışını kolaylaştırmak ve menkul kıymeti ihraç edecek olan firmanın birincil piyasada satacağı finansal varlığın fiyatının belirlenmesinde yardımcı olmak (Parasız, 1997:52). Menkul kıymet ile ilgili işlemi yapan kişi yaptığı işlem karşılığında ücretini alır fakat bu gelir hisse senedini çıkaran şirkete girmez (Yalta, 2011:54).

Bu iki piyasanın yanında bir de üçüncül piyasalar vardır. Üçüncül piyasalarda, borsaya kayıtlı menkul kıymetler borsa dışında alınıp satılır. Bu piyasaların yapısı örgütlenmemiş piyasaların yapısına benzer. Aracıların ellerinde borsaya kayıtlı oldukça fazla menkul kıymet vardır (Büker vd., 1997:420).

1.2.3. Organize ve Tezgah Üstü Piyasalar

Organize piyasalar, alıcı ve satıcıların belli fiziksel ortamda karşılaştığı, devletin denetim ve gözetimi altında olan piyasalardır (Yalta, 2011:55). Organize piyasalar menkul kıymet borsalarını da ifade eder. Organize olmuş piyasalarda işlem yapılan

binalarda üyeler, yasalar, kurallar ve yönetenler mevcuttur. Yapılan işlemler belli kurallar çerçevesinde ve borsanın güvencesi altına yapılır. Alıcı ve satıcılar borsada doğrudan değil, aracı kurumlara verdikleri al-sat emriyle işlemleri gerçekleştirirler (Seyidoğlu, 2003:681). Organize olmuş piyasaların en önemli kuruluşları Ticari Bankalar iken en önemli kurumu Menkul Kıymet Borsalarıdır. Menkul kıymetlerin işlem görebilmesi için borsaya kayıtlı olması (kote) gerekmektedir. Organize piyasalarda işlemler açık arttırma ile yapılmaktadır. Alma ve satma işlemleri açık arttırma ile uyumlandırılmaya çalışılır. Borsada oluşan fiyatlar kitle iletişim araçlarındaki gelişmeye bağlı olarak dünyanın her yerine rahatlıkla ulaşabilir (Aydın,2001:353). Borsalar, menkul değerler için sürekli pazarlar oluşturur. Böylece menkul kıymeti elinde bulunduran yatırımcının belirli bir süre bekleme gibi zorunluluğu yoktur ve istediği zaman menkul kıymeti nakde dönüştürme imkanı vardır (Seyidoğlu, 2003:681). Buğday, mısır, gümüş gibi hammadde ve ticari mallar ile ilgili örgütlerin yanında Hisse Senedi Borsaları da bu şekilde organize olmuştur (Orhan ve Erdoğan, 2008:408).

Organize olmamış yani tezgah üstü yani örgütlenmemiş piyasalar, menkul kıymetleri borsaya kayıtlı olmayan kamu ve özel kurumların menkul kıymetlerinin alınıp satıldığı yerlerdir (Aydın,2001:353). Diğer bir tanıma göre; tezgah üstü piyasalar, borsaların kayıt listelerine (kotasyon) yeteri kadar büyük olmadıkları için giremeyen ortaklıkların kaynak gereksinmelerinden ortaya çıkmış piyasalardır. Bu piyasalar teknolojinin gelişimiyle her geçen gün gelişen ve yaygınlaşan piyasalardır (Ceylan ve Korkmaz, 2000:19). Banka sistemi dışında kalan kişi ve kuruluşlar bu piyasadan sıklıkla fon sağlarlar. Tezgah üstü piyasaların örgütsüz olmasından dolayı denetim ve gözetimi oldukça güçtür (Erdoğan, 1999:250). Fakat bu piyasaların da kendine göre kuralları vardır (Pınar ve Erdal, 2003:69). Bu piyasalara en iyi örnek tefecilik ve yasa dışı bankerlik piyasalarıdır (Erdoğan, 1999:250). Tezgah üstü piyasalar bir yere bağlı olmadan elektronik ortamda işlem görür. Bu piyasalarda menkul kıymet, altın, döviz ve bankalararası fonlar alınıp satılır. Fiyatlar alıcı ve satıcının karşılıklı pazarlığı ile oluşur. Tezgah üstü piyasaların sakıncası ise denetim ve gözetim boşluğu nedeniyle yatırımcıya yüklediği riskin yüksek olmasıdır (Aydın, 2003:353). Yatırımcılar doğrudan tezgah üstü piyasalardan menkul kıymet alım ve satımı yapabilirler. Yatırımcıların tezgah üstü piyasalardan alım satım yapmasının iki sebebi vardır. Birincisi, borsa dışı işlem

yapmanın alıcı ve satıcıyı borsada oluşacak masraftan kurtarmasıdır. Diğeri, bazı menkul kıymetlerin borsada işlem görmüyor olma ihtimalidir (Pınar ve Erdal, 2003:69).

Aşağıdaki tabloda organize piyasaların ve tezgah üstü piyasaların karşılaştırılması yapılmıştır:

Tablo 2: Organize ve Tezgah üstü Piyasaların Karşılaştırılması

Organize Piyasalar	Tezgah üstü Piyasalar
Hukuki operasyonel altyapı var	Hukuki operasyonel altyapı yok
İşlemler belli bir mekanda yapılır	İşlemler farklı mekanlarda yapılır
Birçok piyasa katılımcısı var	Genellikle 2-3 taraf arasında yapılır
Çoklu fiyat sistemi kullanılır	Tekli fiyat sistemi kullanılır.
Likidite yüksek	Likidite düşük
İşlemsel maliyetler var	İşlemsel maliyetler yok
Takas merkezi ¹ var	Takas merkezi yok

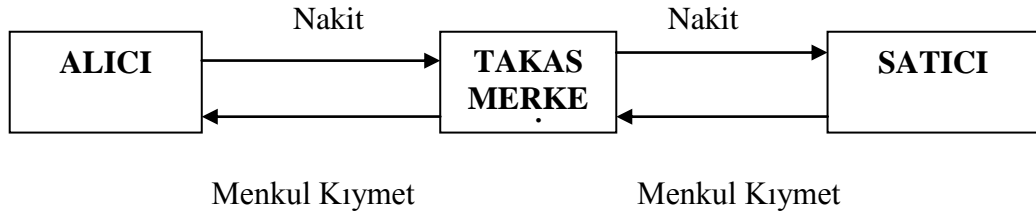
Kaynak: (Mosele, 2006:7).

¹ Takas Merkezi; Vadeli işlem borsalarının güvencesi takas merkezleri tarafından sağlanmaktadır. Borsalarda işlem yapan yatırımcılar birbirini tanımazlar ve birbirlerinin muhatabı değildir. Herhangi birisinin yükümlülüklerini yerine getirmemesi halinde takas merkezleri devreye girer ve takas üyelerine borsalarda işlem gören türev araçlarla ilgili olarak sorumluluğun yerine getireceğini taahhüt eder (H.Kupiec, c:16, s. 943).

1.2.4. Spot ve Vadeli İşlem Piyasaları

Finansal piyasalar alım satım işleminin sonunda varlıkların el değiştirmesinde kıymetin vadesine göre spot ve vadeli işlem piyasaları olarak sınıflandırılmaktadır. Aynı zamanda spot piyasalara nakit piyasaları, vadeli işlem piyasalarına da türev piyasalar denilmektedir.

Spot vadesiz, peşin anlamlarına gelmektedir. Mal ya da kıymetin alım satım işlemi sırasında mal ya da kıymet ile mal ya da kıymete karşılık gelen paranın el değiştirmesini sağlayan piyasalara spot piyasalar denir (Karan, 2007:3). Kısaca anlatılmak istenen kıymet ve paranın aynı zamanda el değiştirmiş olmasıdır. Alınan kıymet karşılığı nakit tutar Takas Kurumuna yatırılır, buna karşılık satılan kıymet Takas Kurumuna teslim edilir. Karşılığında da satılan malın bedeli alınır. Örnek olarak; İstanbul Menkul Kıymet Borsası' (İMKB) de işlem gören Hisse Senedi Piyasası, Tahvil ve Bono Piyasaları, Bankalararası Döviz Piyasası gösterilebilir (Mosele, 2006:5). Spot piyasa işlemlerine ilişkin takas sürecini aşağıdaki şekilde yansıtabiliriz (Karakoçak, 2008:16).



Şekil.2: Spot Piyasalardaki İşlem Süreci

Kaynak: (Karakoçak, 2008:16).

Vadeli işlem piyasaları, ileriki bir tarihte teslimatı veya nakit uzlaşması yapılmak üzere herhangi bir finansal varlığın ya da malın alım satım işlemlerinin bugünden gerçekleştirilmesidir. Bu tanım forward, swap, future, opsiyon işlemlerinin tamamını içermektedir (www.imkb.gov.tr (10 Mart 2012)). Bu işlemlerin en önemli ve ortak özelliği alıcı ve satıcıyı gelecekte oluşacak olan fiyat hareketlerinin oluşturacağı riskten korumaktır (Karan, 2007:3). Başka bir tanıma göre vadeli işlem piyasaları, bir malın taraflar arasında yapılan anlaşma sonucu belirli bir fiyattan ileriki bir tarihte tahsil edilmek üzere alım satım yapılan sözleşmelerin yapıldığı ve bu sözleşmelerin el

değiştirdiği borsalardır (Karlı, 1994:229). Vadeli işlem piyasalarında işlem yapılan vadede söz konusu olan ürüne ihtiyacı olan kişilerin anlaşmayı bugünden yapmaları, fiyat artışlarına karşı korunmalarını sağlar. Fiziki olarak kullanılacak ürünün, gelecekte ihtiyaç duyulmasına karşı yatırımcıyı depolama maliyetinden şimdiden kurtarmış olurlar (Ergün, 2003:2). Aşağıda spot ve vadeli işlem piyasalarının özellikleri karşılaştırılmıştır (Yılmaz, 2002:6-7):

Tablo 3: Spot ve Vadeli Piyasaların Özellikleri

Spot Piyasalar	Vadeli Piyasalar
Anında teslimatlar	Vadede Teslimatlar
İşlemin toplam tutarı önerilir	Toplam tutarın bir miktarı teminat olarak yatırılır
Kaldıraç etkisi yoktur ²	Kaldıraç etkisi vardır.

Kaynak: (Yılmaz, 2002:6-7).

1.2.5. Ulusal ve Uluslar arası Piyasalar

Finansal piyasalar ulusal alanda faaliyet gösterdiği gibi ülkelerarası alanda da faaliyette bulunmaktadır. Ülke sınırları içerisinde faaliyet gösteren piyasalara yurtiçi finansal piyasa, ülkeler arası faaliyet gösteren finansal piyasalara da uluslar arası finansal piyasalar denilmektedir (Pınar ve Erdal, 2003:67). Ulusal finansal piyasalar ülke içinde yalnızca o ülkede ihraç edilen menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasa çeşididir. Uluslar arası piyasalar ise yabancı ülke veya şirketlerin ihraç ettiği menkul kıymetlerde işlem görmektedir. New York, Londra, Tokyo gibi büyük finansal

² Kaldıraç Etkisi; Düşük miktarlarda sermaye ile işlem yapıp getiriye maksimize etmek anlamına gelir. Kaldıraç etkisi, 'marjin' denilen ve düşük olan teminat tutarı ile işlem yapabilenizi ve bu işlemler sonucunda getirinizi yüksek tutmanızı sağlar (<http://www.ecoyatirim.com.tr> (29 Nisan 2012)). Diğer bir deyişle düşük teminat rakamlarıyla yüksek meblağlı pozisyonlar almaya imkan tanınması büyük kar ya da zararlara sebep olabilir. Vadeli işlemlerin bu özelliğine kaldıraç etkisi denilmektedir (TSPAKB, 2011:11).

merkezler hem ulusal hem de uluslararası piyasa tanımına uyan piyasalardır. Bu tür piyasalarda katılımcılar hem borç alıp hem de borç verme gibi faaliyetlerde bulunabilir (Konuralp, 2005:20).

Kalkınma büyük ölçüde yapılan yatırımlara bağlıdır. Gelişim düzeyi az olan ülkelerde tasarruf oranının düşük olması bu ülkelerin dış kaynaklara başvurmasını kaçınılmaz kılar. Dış kaynaklar sadece tasarruf boşluğunu değil aynı zamanda döviz yetersizliğini gidermek için de gereklidir. Bir piyasada yerli yatırımcı veya tasarrufluların ya da yerli kişi veya işletmelerin fon sağlamasında gerçekleştirilen işlemler yurt içi niteliğindedir. Ulusal fonların yabancılara ya da yabancı fonların yerli kullanıcılara aktarılması durumunda uluslar arası işlemler söz konusudur (Seyidoğlu, 2003:682).

Uluslar arası piyasalar, 1980'lerden itibaren dünyada yaşanan hızlı liberalleşme ve serbest pazar ekonomisine geçiş süreci birçok ülkede sermaye piyasalarının kurulması veya yeniden yapılanması sonucunu doğurmuştur. Gelişmiş finans piyasalarına sahip ülkelerde çok çeşitli enstrümanların bulunması, alternatif piyasa mekanizmalarının ve finansman metotlarının bulunması gelişmekte olan ülkelerdeki kamu ve özel kuruluşların bu ülkelerin kaynaklarına başvurmasını sağlamıştır (Vurgun, 1992).

1.3. FİNANSAL PİYASADA İŞLEM GÖREN ARAÇLAR

Finansal sistem ekonomideki fon aktarımını çeşitli finansal araçlar kullanarak yerine getirir. Fon sunanlar fon isteminde bulunanlardan devrettikleri fonlar karşılığında alış verişi sonrasında doğacak veya ortaklık haklarını gösteren bir belge alırlar. Bu belgeye finansal araç, finansal yatırım aracı veya finansal varlık adı verilir (Doğukanlı ve Canbaş, 1997:14).

Finansal aracın değeri finansal farklılıkların taşıdığı özelliklerle paralellik gösterir. Finansal araçların özelliklerini paraya çevrilebilirlik, bölünebilirlik, geri dönülebilirlik, getiri, vade, riskin tahmin edilebilirliği şeklinde sıralayabiliriz. Finansal varlıklar paraya çevrilebildiği gibi bölünebilme özelliği de taşır. Bölünebilme, finansal varlığın daha çok tercih edilmesini sağlayan bir özelliktir. Bir finansal varlık alındıktan sonra tekrar

satılabilir. Bu durum paraya çevrilebilme maliyeti ile ilgili olup geri dönülebilirlik ile ters orantı içindedir. Maliyet ne kadar düşük ise finansal varlığın geri dönülebilirliği de o kadar yüksek olur. Bir finansal varlığın getirisi finansal araçtan belirli bir zaman diliminde sağlanacak nakit girişiyle ilgilidir. Finansal varlığın vadesi ise yatırımcının finansal varlığı almasıyla onu paraya dönüştürmeyi düşündüğü tarih arasında kalan süredir. Finansal varlıkların en son ve en önemli özelliği finansal varlığın riskinin tahmin edilebilme özelliğidir. Risk yapılan yatırım için oldukça önemli bir unsurdur. (Aydın, 2001:360).

1.3.1. Para Piyasası Araçları

Daha önce de bahsettiğimiz gibi para piyasası, vadesi bir yıla kadar olan fon arz ve talebinin karşılandığı piyasalardır. Para piyasası araçlarını kısa vadeli, büyük miktarlı ve anında pazarlanabilir borçlanma araçları olarak tanımlamak mümkündür (Kargı, 1998:38). Para piyasasında likiditesi yüksek ve riski az olan araçlar işlem görmektedir (Yalta, 2011:52). Hazine bonusu, finansman bonoları, banka bonusu, repo, varlığa dayalı menkul kıymetler, ticari senetler ve banka mevduatı para piyasası araçları arasında sayılabilir (Uzunoğlu, 2003:28; Aydın, 2001:361).

Hazine bonusu, bir yıldan daha kısa vadelerde ihraç edilen menkul kıymetler olarak tanımlanır. Hazine bonoları nominal değer üzerinden belirli bir faiz oranı ile iskonto edilerek satışa sunulur (Özerol, 2002:114). Hazine bonolarına devletin halktan borç almak için çıkardığı belgeler de denilebilir. Devlet, hazine bonolarını bütçe kanunları ile çıkarabilir ve hazine bonoları vergiden muafırlar (Hançerlioğlu, 1999:159). Hazine bonusu, para piyasasının en yoğun kullanılan araçlarındandır. Hazine bonolarının para piyasalarında yoğun olarak kullanılma nedenleri arasında likidite gücünün yüksek olması, vergiden muaf olması ve ihraç kupürlerinin yatırımcı açısından küçüklüğü nedeniyle uygun bulunması sayılabilir (Uludağ ve Arıcan, 1999:129).

Finansman bonoları, kısa vadeli işletme sermayesini karşılamak için şirketler tarafından ihraç edilen teminatsız senetlerdir (Bolak, 1997:123). Finansman bonoları daha kısa bir tanımlamaya göre de özel sektörün ihraç ettiği borçlanma senetleridir

(Özerol, 2002:109). Finansman bonolarını anonim ortaklıklar, kamu iktisadi teşebbüsler (özelleştirme kapsamında olanlar dahil), mahalli idareler ile bu idarelerle ilgili özel mevzuat uyarınca faaliyet gösteren kuruluşlar çıkarabilir (Büker vd., 1997:123). Banka bonoları ise, kalkınma ve yatırım bankalarının borçlu sıfatıyla düzenlediği ve halka arz yoluyla satılan emre yazılı senet niteliğindedir (Seyidoğlu, 1999:45).

Repo (Geri Satın Alma Anlaşmaları), ellerinde menkul kıymet bulunan ve kısa dönemde nakit paraya ihtiyaç duyan kişi ya da kuruluşların ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla ellerindeki menkul değeri belirli bir fiyat üzerinden ve önceden tespit edilen vade sonunda geri almayı taahhüt ederek satmalarıdır (Pınar ve Erdal, 2003:79; Parasız, 1997:60). Repo işlemleri esneklik, likidite ve pazarlık kolaylığı açısından diğer para piyasası araçlarına göre daha avantajlıdır ve alıcının menkul kıymetleri geri satma taahhüdü vardır (Uludağ ve Arıcan, 1999:44). Repolar ikincil piyasalarda yoktur. Vadesi bir gece de olabilir bir yılda olabilir. Üç tür repodan bahsedilir (Öçal ve Çolak, 1999:41):

- Sürekli Repo; repoyu yapan taraflar sözleşmeyi iptal etmedikçe devam eder.
- Açık Repo; Taraflar istedikleri zaman anlaşmayı bozabilirler.
- Swap; döviz üzerinden yapılan repo işlemleridir.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler(VDMK), ihraç eden kurumların kendi ticari işletmelerinden doğan veya diğer işletmelere ait olan kendileri tarafından devralınmış alacaklar karşılığında ihraç edilebilecek finansal varlıklara denir. VDMK belli bir faiz ve vade ile ihraç edilse de vadesinden önce satılabilmektedir (Aydın, 2001:361). VDMK'ler işletmelerin aktif kıymetler içerisinde bulunan gelecekteki alacaklarının karşılığında menkul kıymet oluşturarak, kısa vadeli borçlanmada kullanılırlar (Ceylan ve Korkmaz, 2010:8).

Senet, bir kişinin ödemeye veya yapmaya borçlu olduğu şeyi göstermek amacıyla düzenlenen ve en az iki tarafın olduğu kıymetli evraktır. Ticari senetler ise satılan bir mal veya hizmetin tutarının peşin ödenmeyip gelecek bir tarihte ödeneceğini gösteren belge niteliğini taşırlar. (www.muhasabedersleri.com (28 Nisan 2012)).

Banka mevduatı, ülke içinde tasarruf sahiplerinin tasarruflarını değerlendirdiği önemli finansal araçlardan biridir. Bankalar yatırılan bu fonları başka finansal araçlara dönüştürerek finansal piyasalarda önemli işlev görürler (Aydın, 2003:361).

1.3.2. Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasalarının en belirgin özelliği, orta ve uzun vadeli fonların finansman aracı olarak kullanılmasıdır. Sermaye piyasası araçları; menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır. Diğer sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler dışında kalan ve şartları kurulca belirlenen araçlardır (IMKB, 2002:154). Sermaye piyasası araçlarına hisse senedi, varant, devlet tahvili, türev ürünler, yatırım fonları ve kar zarar ortaklığı belgeleri, gelir ortaklığı senetleri gibi uzun vadeli kullanılan araçlar örnek verilebilir (TSPAKB, 2011:8).

Hisse senedi, bir anonim şirketin sermayesinin birbirine eşit paylarından bir parçasını temsil eden ve kanuni şekil şartlarına uygun olarak düzenlenen hukuken kıymetli evrak niteliği taşıyan belgedir (Özerol, 2002:109). Hisse senetlerinden iki türlü kazanç elde edilebilir. Bunlar sermaye kazancı ve kar payıdır. Sermaye kazancı, hisse senedinin değerindeki artıştan elde edilen gelirdir. Kar payı, şirketin yıl sonunda kar elde etmesiyle bunun dağıtılmasından elde edilen gelirdir. Hisse senedi borsa'da işlem gören şirketler kar payını dağıtıp dağıtmama konusunda serbesttir. Hisse senedi değerinin her an yükselebileceği gibi düşebileceği de unutulmamalıdır. Hisse senedi senet sahibine ortaklık hakkı, yönetime katılma hakkı, kar payı alma hakkı, rüçhan hakkı (yeni pay alma hakkı), tasfiyeden pay alma hakkı, bedelsiz pay alma hakkı ve bilgi alma hakkı sağlar (TSPAKB, 2011:8).

Varant, menkul kıymetin önceden belirlenen bir fiyattan belirli bir tarihte ya da belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren menkul kıymet niteliğinde olan sermaye piyasası aracıdır. Varantı vadeli işlemlerde kullanılan opsiyonların menkul kıymetleştirilmiş hali olarak tanımlamak da mümkündür (Azgur, 2010:1).

Tahvil, vade bitiş tarihine kadar belirli aralıklarla faiz ödemesi, vade bitiminde de anapara ödemesini taahhüt eden borç sözleşmesidir (Pınar ve Erdal, 2003:73). Tahvillerin genel özellikleri şu şekilde sıralanabilir (Uludağ ve Arıcan, 1999:151):

- İstenildiğinde az bir kayıpla paraya çevrilebilirler
- Sabit getirilidirler
- Hisse senedinde olduğu gibi tahvil ihraç edenin kar ve zararına ortak olmazlar
- Tahvil ihraçları için tahvil ihraç edenler konu ile ilgili olarak kurulmuş fonlara belirli bir miktar pirim yatırmak zorundadır. Böylece tahvil ihraç eden şirket tahvillerin anapara veya faizlerinin ödeyemediği takdirde tahvil sahiplerinin alacaklarının tamamı ya da belli bir oranı fondan karşılanmaktadır.

Devlet tahvili, bir yıl veya daha uzun süreli olarak ihraç edilen menkul kıymetlerdir (Özerol, 2002:114). Devlet tahvillerinde risk söz konusu değildir. Devlet bütçe açıklarını kapatmak, kısa vadeli kredi ihtiyaçlarını karşılamak veya kamu yatırımlarının finansmanını sağlamak gibi amaçlarla menkul kıymet ihraç edebilmektedir (Ünal, 1988:104).

Türev Ürünler; başka bir kıymetin getirisine bağlı veya bu kıymetlerden türetilmiş finansal araçlardır. Türev ürünler hem yatırım amaçlı hem de risklere karşı korunmak amaçlı kullanılan finansal araçlardır. Vadeli işlem, opsiyon sözleşmeleri ve varantlar bu tür ürünlere örnek gösterilebilir. Türev işlemlerde alım işlemleri uzun pozisyon satış işlemleri ise kısa pozisyon olarak adlandırılır (TSPAKB, 2011:10).

Yatırım fonu, yatırımcılardan katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla belge sahipleri adına riskin dağıtılması ilkesi ve mülkiyet esaslarına göre hareket edilip menkul kıymetlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığı olarak tanımlanır. Yatırım fonları bankalar, aracı kurumlar ve sigorta şirketleri tarafından kurulabilir (Gökçe, 2008:1205). Yatırım fonlarına örnek olarak borsa yatırım fonları gösterebiliriz. Borsa yatırım fonu, bir endeksi baz alan, baz aldığı endeksin performansını yatırımcılara yansıtmayı amaçlayan ve borsada işlem gören yatırım fonlarıdır. Fonun içerisindeki hisse senedi baz alınan endeksin içeriğinin bire bir kopya edilmesiyle oluşur (www.finansportfoy.com (1 Mayıs 2012)).

Kar zarar ortaklığı belgeleri, anonim ortaklıkların finansman ihtiyaçlarını karşılamak için ihraç edebilecekleri kar ve zarara katılma hakkı veren menkul kıymetlerdir. Bu şekilde toplanan fonlar anonim ortaklığın her türlü faaliyetinin finansmanı için kullanılır. Bu belgelerin en önemli özelliği anonim ortaklığın zarar

etmesi halinde, yatırımcı açısından zarara da ortaklığın söz konusu olmasıdır. En kısa vade bir ay, en uzun vade 7 yıl olmak üzere, vade ortaklık faaliyetinin özelliğine göre muhtelif dönemlerde aylık ve katları olarak düzenlenir. Vade sonlarında kar zarar ortaklığı belgesi bedelleri bir kerede ödenir. Kar garantisi olmayan bu araçlarda, belli hesaplama kriterleri çerçevesinde yatırımcı kar ve zarara katılmaktadır (BDDK, 2010:11).

Gelir ortaklığı senetleri, köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri ile sivil kullanıma yönelik deniz, hava limanları ve bu gibi kamu kurum ve kuruluşlarına ait olan gelir getiren tesislerin gelirlerine gerçek veya tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılan senetlerdir (Sağcan, 1987:49). Gelir ortaklığı senetleri zaman içerisinde getirilerinde değişme göstermesinden dolayı hisse sendi ile benzerlik göstermektedir (Bolak, 1998:127).

Tablo 4'te finansal piyasalarda en çok başvurulan finansal yatırım araçları genel özellikleriyle ele alarak, bu araçların risk ve getirileri incelenmiştir.

Tablo 4: Yatırım Araçlarının Risk ve Getirileri

Yatırım Araçları	Vadesi	Yapısı	Risk ve Getiri
Hazine Bonosu	Kısa	Borç-Alacak	Faiz oranlarındaki yükselmelere karşı, kısa vadeli olması nedeniyle düşük risk taşır. Yüksek faiz oranlarının sürmeyecek olması durumunda iyi faizle kısa vadeli bağlanmış olması nedeniyle fırsatın kaçması gündeme gelecektir. Ödenmeme riski teorik olarak yoktur. Dönem arasında değişken getirili, vade sonu dikkate alındığında sabit getirilidir.
Hazine Bonosu	Uzun	Borç-Alacak	Faiz oranlarındaki yükselmelere karşı yüksek risk taşır. Ancak, mevcut oranlar yüksek ise uzun vadede düşen faizlerle birlikte yüksek getiri sağlayacaktır. Enflasyon riski vardır fakat ödenmeme riski yoktur. Dönem arasında değişken getirili, vade sonu dikkate alındığında ise sabit getirilidir.
Devlet Tahvili	Uzun	Borç-Alacak	Enflasyon ve faiz riski vardır. Ödenmeme riski yoktur. Faizlerde yükselme trendi gözlemleniyorsa yatırım yapılmamalıdır. Bazı tahvillerde likidite riski yaşanmaktadır. Dönem arasında değişken getirili, vade sonunda ise sabit getirilidir.
Repo	Kısa	Borç-Alacak	Enflasyon riski yoktur. Faizlerdeki yükselme eğilimine çabuk tepki verebilir. Faizlerdeki olası düşüşlerde yüksek faiz oranlarından uzun vadede yararlanamadığı için fırsat maliyeti tartışılabilir. Ödenmeme riski yoktur (hazine bonosu teminatı vardır). Likidite riski yoktur. Sabit getirilidir.
Mevduat	Kısa	Borç-Alacak	Enflasyon ve faiz riski düşüktür. Ancak faizlerdeki ani değişiklikler, vadesi boyunca likiditeye izin vermediğinden yeni durumdan yararlanamayacaktır. Likidite riski vardır. Ödenmeme riski kanunlarla sınırlanmıştı, ancak vardır. Sabit getirilidir.
Hisse Senedi	Uzun	Ortaklık	Tanım olarak uzun vadeli bir enstrüman olduğu için hem likidite, hem enflasyon, hem de fırsat maliyeti riskiyle karşı karşıyadır. Ortaklık ilişkisi nedeniyle anapara güvencesi olmadığı gibi işletmenin ticari başarısızlığı durumunda yatırımın kaybedilmesi riski de mevcuttur. Bu risklere karşı ticari işletme ya da genel ekonomik konjonktürdeki iyileşmeler, sabit olmayan, ciddi getiriler sağlayabilecektir. Belirsiz vadelere, belirsiz getiriler sağlaması ve ortaklık ilişkisi üzerine kurulu olması, yüksek getiri beklentisi yaratacaktır.

Kaynak: (Özerol,2011:128-29).

1.3.3. Uluslar arası Finansal Piyasadaki Araçlar

Finansal sistemin yenileşmesiyle ve küreselleşme ile yeni finansal araçları da gündeme getirmiştir ve uygulama da olan finansal araçlara da yeni fonksiyonlar yüklemiştir. 1980 sonrası artan finansal yenilikler ürün, hizmet, teknoloji ve piyasaların her alanında kendini göstermiştir (Lucas, 1994:179). Bu ilerleme ile dünyada para ve diğer finansal varlıkların kullanılabilceği 152 dolayında enstrümanlar mevcuttur (Odabaşı, 1999:38).

Finansal piyasaların uluslararasılaşması ise 1990'lerden sonra bilgisayar ve iletişim teknolojilerindeki yenilik ve finansal liberalizasyon politikalarının uygulanmaya başlaması ile birlikte görülen bir değişimdir. Artık şirketler bilgisayar ve internet sayesinde kaynağa ihtiyaç duydukları zaman kolaylıkla yurt dışında kaynak arayabiliyor ya da yabancı şirketler yurt içinde günün her saatinde yatırım yapabiliyor. Uluslar arası finansal piyasaları genel olarak iki başlık altında ele alabiliriz. Bunlar; Euro-Para piyasaları ve Euro-Tahvil Piyasalarıdır (Yalta, 2011:61).

Genel itibariyle uluslar arası finansal piyasalar hem para piyasası hem de sermaye piyasası araçlarını kapsar. Para ve sermaye piyasa araçları ülkeler arası piyasada kullanılmaktadır. Kısa vadeli para piyasası kaynakları ağırlıklı olarak banka kredilerinden oluşmaktadır. Yurtiçi banka kredilerinin uluslararası karşılığı euro-para piyasalarıdır. Uzun vadeli yabancı kaynaklar ise ödünç kaynaklar ve hisse senedi sermayesinden oluşur. Bu tür uluslar arası araçlara euro-tahviller örnek verilebilir. Geleneksel bankacılık sisteminde finansal kurumlar faaliyet gösterdikleri ülkelerin yasa ve düzenlemelerine bağlı olarak o ülkelerin ulusal paraları üzerinden mevduat hesabı açarlar ve ödünç fon talep edenlere de kredi sağlarlar. Fakat günümüzde banka gibi finansal kurumlar, ülke parası dışında birçok yabancı para cinsinden mevduat kabul eden ve ihtiyacı olana fon sağlayan çağdaş bir sistem haline gelmiştir. 1950'lerin sonlarına doğru gelişen euro-para ve euro-tahvil piyasaları hızlı bir şekilde gelişim göstermiş hatta ulusal paraya tercih edilen bir konuma gelmiştir. (Seyidoğlu, 2003:679-86).

Euro-para'ya, kendi ülkesi dışındaki bankalarda bulunan paradır diyebiliriz. En önemlisi Amerika dışındaki bankalarda bulunan Amerikan doları cinsinden mevduatları ifade eden euro-dolar'lardır. Euro-para terimi önceleri sadece Avrupa'daki dolarlar için kullanılırken daha sonraları kendi sınırları dışında işlem gören diğer paralar için de kullanılmaya başlanmıştır. Euro-para piyasaları aynı zamanda işlemlerin telefon, faks, internet yoluyla yapıldığı tezgah üstü piyasalara da örnektir. En önemli euro-para piyasaları New York ve Londra da bulunmaktadır. Londra euro-para piyasasında bankalararası piyasada geçerli olan faiz oranına LIBOR denilmektedir (Yalta, 2011:62). Euro-para piyasalarının hiçbir ülkenin yetki alanı içine girmemesi, bu yüzden de hükümet müdahaleleri dışında kalması faiz oranlarının arz ve talebe göre belirlenmesi en önemli özelliğidir (Seyidoğlu, 2003:687).

Euro-tahvil, milli para birimi cinsinden ihraç edilip başka bir ülkede satılan tahvillerdir (Konuralp, 2005:21). Gelişmiş ülkelerde firma ve hükümetlerin uzun vadeli kaynak elde etmek için uyguladıkları başlıca yöntem tahvil ihracıdır (Akgüç, 1998:645-93). Euro-tahviller, belirlendiği para birimini kullanmayan ülkelerde satılır. Örneğin; Londra'da satılan bir tahvilin Amerikan doları cinsinden olması, bu tahvilin euro-tahvil olduğunu gösterir. Yabancı tahvil kavramı da belirlendiği para birimini kullanan ülkede çıkarılan tahvil olarak açıklanır. Örneğin; Alman otomobil üreticisi Porsche, Amerika'da dolar cinsinden tahvil satarsa bu yabancı tahvildir. Euro-tahvil piyasa araçları şirket veya devletlerin yurtdışında kaynak sağlamalarını kolaylaştırılması bakımından önemlidir (Yalta, 2011:63).

1.4. FİNANSAL PİYASADA YER ALAN KURUMLAR

1.4.1. Bankalar

Bankacılık kavramının çok eskilere dayandığını söylemek mümkündür. Banka sözcüğünün İtalyancada 'banko' kelimesinden geldiği kabul edilir. İlk bankerler olan Lombardiya'lı Yahudiler, banka işlemlerini Pazar yerine koydukları bir masa üzerinde yaptıklarından masa, sıra veya tezgah anlamına gelen banko kelimesini bankacılık işlemleri için kullanmışlardır. Banka işlemlerinde taahhütlerini yerine getiremeyen veya

iflas eden bankerlerin banko'su kırılırdı. Batı dillerinde iflas eden kişilere ise 'banko' kelimesinden türeyen 'bankrupt' denilmekteydi (Parasız, 2000:5-7).

Bankalar tasarrufu elinde olup kullanmayanla paraya ihtiyaç duyan yatırımcı arasında aracılık yapar. Banka kavramı en geniş tanımıyla şu şekilde ifade edilir. Banka, kişilerin belli bir süre kullanmadığı paraları mevduat olarak kabul eden bunları kredi ve yatırım şeklinde ödünç vererek işleten, hisse senedi ve tahvil alım satımına aracılık eden, havale, kasa kiralama, emanet kabulü, teminat verme, senet tahsili, döviz alım satımında bulunma gibi işleri yapan mali kuruluşlardır. Günümüzde ekonomik faaliyetler, para ve kredi ile ilgili işlemler bankalar tarafından yapılmaktadır. İşletmelerin karmaşıklığı, finansal araçların çeşitli olması ve önem arz etmesi, bankacılık sisteminin gelişimi para politikası araçlarıyla ekonomik aktivite düzeyinin etkilenmesinde önemli rol oynar (Takan, 2001:2).

Bankalar bir taraftan mevduat kabul edip bunu kredi şeklinde ödünç vererek kaydi para yaratma ve para arzını artırma işlevinde bulunurken, bir yandan da para arz ve talebinde denge kurulmasını sağlarlar (Öcal vd., 1997:13). Bu fonksiyonlarının yanında bankalar müşterilerine çeşitli hizmetler de sunmaktadır. Örneğin, borcun miktarı ve vadesi bakımından uzlaşması güç olan, borç alanla veren tarafından banka olmadan bir araya gelmeleri zordur. Bankalar araya girerek bu zorluğu aştığı gibi borç verenin emniyetini de sağlamış bulunmaktadır (Eroğlu, 2004:76).

1.4.1.1. Merkez Bankası

Batı Avrupa ülkelerinde 18. ve 19. yüzyıllarda ticaret ve iş bankalarının banknot ihracı yetkilerinin kaldırılmasıyla bu yetki tek bir bankada toplanmaya başlamış ve bu durum Merkez Bankası (MB) kavramını ortaya çıkarmıştır (Eroğlu, 2004:94). MB niteliğini taşıyan ilk banka 1587'de II Banco dell' Piazza del Rialto adıyla Venedik'te kurulan bankadır. Bu banka tam bir MB özelliği taşımasa da para olarak dolaşan kamu borcu fikrini taşıyan ilk bankadır. MB evriminde ikinci önemli banka 1656'da İsveç'te kurulan Riskbank'tır (Allen, 2001:101-2).

MB ülkelerin ekonomik hedeflerini gerçekleştirmek için uyguladıkları para ve kredi politikasını yürütmekle görevli olan ve banknot ihracı yetkisine sahip yapılardır.

Diğer bir tanımda ise ülkenin döviz rezervlerini muhafaza etmesi bakımından dış sektörü temsil eden bankadır (Faizo, 1991:123). Günümüzdeki bankalar hükümetin mülkiyetinde görev yapmaktadırlar. MB'nın ekonomik gelişmelere bağlı olarak iktisat politikası hedefleri doğrultusunda para ve kredi hacminin ayarlanması, fiyat istikrarının sağlanması gibi görevleri de vardır (Deane ve Pringle, 1994:101). MB'nın bu görevlerine binaen şu tanım da yapılabilir: Para, kredi ve döviz politikalarını belirleyip uygulayan kurumlardır. Tedavüle para çıkarma yetkisi ve tekeline sahiptirler. Kredi veren ve bankaların likidite ihtiyacını karşılayan ulusal finans sisteminin başıdır. Paranın iç ve dış değerlerinde istikrarın sağlanmasında önemli role sahiptirler (Takan, 2001:25).

Ticari bir kuruluş olmayan MB halka doğrudan kredi açmaz. Diğer bankalara rakip değil onları tamamlayıcı unsurlardır. Bankalardan farklı olarak MB'larının açmış olduğu kredileri para ihraç ederek karşılarlar. MB kredi verdiği zaman piyasaya kredi miktarında para çıkarılmış kredi geri ödendiği zamanda para tedavülden çıkarılmış olur (Eroğlu, 2004:96). MB'nın görevlerini şu şekilde sıralamak mümkündür (Keyder, 2002:46):

- Açık piyasa işlemlerini yapmak
- Hükümet ile birlikte Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak, yabancı para ile altın karşısında kur rejimini belirlemek, Türk Lirasının yabancı paralar karşısındaki değerini belirlemek için döviz ve efektlerin vadeli ve vadesiz alım satımlarını Türk Lirası ile değişimlerini ve diğer türev işlemlerini yapmak
- Ülkenin döviz ve altın rezervlerini yönetmek
- Reeskont ve avans işlemlerini yapmak
- Bankaların ve diğer mali kuruluşların yükümlülüklerini esas alarak zorunlu karşılıklar ve umumi dispoñilite (bankalarda mevcut nakit ve hemen paraya çevrilebilecek kıymetler) ile ilgili usul ve esasları belirlemek
- Türk Lirasının hacim ve dolaşımını düzenlemek
- Kurulmuş ve kurulacak olan sistemlerin kesintisiz işlemlerini ve denetlenmesini sağlayacak düzenlemeleri yapmak, ödemeler için kullanılacak yöntemleri ve araçları belirlemek

- Finansal sistemde istikrarı sağlayacak olan para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak
- Mali piyasaları izlemek
- Bankalardaki mevduat hesaplarının vade ve türlerini, özel finans kurumlarındaki katılma hesaplarının vadelerini belirlemek.

1.4.1.2. Ticari Bankalar (Mevduat Bankaları)

Ticari bankacılık, ticari faaliyetlere katılan tüm bankaları kapsamaktadır. Ticari bankalar, tasarrufların ekonomiye kazandırılması bakımından nemli rol üstlenirler. Topladıkları vadeli ve vadesiz mevduatları fon ihtiyacı olanlara kredi olarak verirler (Yalta, 2011:58). Ticari bankaların mevduat haricindeki diğer kaynaklarını ihtiyatlar, sermaye, bankalararası para piyasası, uluslar arası finans piyasalarından sağlanan krediler, devlet borçlanma araçları, repo ve varlığa dayalı menkul ihracını olarak sayabiliriz. Ticari bankaların asıl amacı kar elde etmektir (Takan, 2001:56).

Ülkemizde İş bankası, Akbank, Yapı ve Kredi bankası gibi bankalar ve yabancı bankalar ticaret bankası tipindeki bankalara örnektir. Ticaret bankalarının borç almak ve borç vermek şeklindeki kredi işlemlerine aracılık yapmanın yanında hisse senedi ve tahvil ihracına aracılık yapma, müşterilerin nam ve hesabına hisse senedi ve tahvil alıp satma ayrıca bunları muhafaza etme, iştirakte bulunma, senet tahsil etme, kasa kiralama, cari hesap açma, avans, röpor (vadesi gelmiş bir hesabın şartları değişmeksizin ileri bir tarihe uzatılması), banka kabul ve kefaleti gibi hizmetleri de vardır (Eroğlu, 2004:81-5).

1.4.1.3. Özel Yasalarla Kurulmuş Kamu Bankaları

Bankacılık alanında yaşanan gelişmelerle bazı ülkelerde belirli bankalar uzmanlaşma yoluna girmişlerdir. Kısa vadeli kredi veren bankalarla uzun vadeli kredi veren bankalar ayrı bankalar olarak gelişme göstermiştir. Bu uzmanlaşma süreci bazı ülkelerde ilerleme gösterirken kimi ülkeler ilerleme kat edememiş, uzun vadeli kredi veren bankalar aynı zamanda kısa vadeli kredi de vermeye devam etmiştir.

Kamu bankaları, özel kanunlarla kurulan özel amaçlı bankalardır (Eroğlu, 2004:92). Bu bankalar devletin belirli bir amaç için hizmet vermek koşuluyla kurduğu bankalardır. Bu tür bankaların kuruluş şartları ve faaliyet alanları kanunlarla belirlenir. Bu bankaların asıl amacı kar elde etmek değil kendi alanında faaliyet gösteren sektör ya da kuruluşlara kolay ve düşük faizli krediler sunarak destek vermektir. Özel kanunla kurulan aynı zamanda ticari bankacılık görevini de yerine getiren Türkiye Cumhuriyeti (T.C.) Ziraat Bankası, Halk Bankası, Vakıf Bankası gibi kamu bankaları da büyük ölçüde ticari banka niteliğindedir (Keyder, 2002:143).

Kamu bankalarını ikiye ayırmak mümkündür (Eroğlu, 2004:91-3):

- Özel amaç için kurulmuş olmakla birlikte ticari bankacılık görevini üstlenen bankalar. Örneğin; Ziraat Bankası tarım sektörüne, T.C. Emlak Bankası inşaat sektörüne, T.C. Halk Bankası küçük esnaf ve zanaatkarlara düşük faizli kredi sağlama amacıyla kurulmuşlardı.
- Endüstriyel alanda faaliyet gösterip aynı zamanda ticari bankacılık yapan bankalar.

1.4.2. Banka Dışı Finansal Araçlar

Banka dışı finansal araçlar, finansal sistem içerisinde kaynak aktarım mekanizmasında aracılık görevi üstlenen ancak satın alma gücü yaratmayan finansal kurumlardır. Mevduat kabul etmeyen bu kurumlar fonlarını mevduat dışı kaynaklardan elde ederler. Banka dışındaki finansal araçlar şu şekilde sıralanır:

- Kalkınma ve Yatırım Bankaları
- Sigorta Kurumları
- Kolektif Yatırım Kurumları
- Menkul Kıymetler Borsası
- Risk Sermayesi Şirketleri
- Factoring Şirketleri
- Forfaiting Şirketleri
- Leasing Şirketleri

1.4.2.1. Kalkınma ve Yatırım Bankaları

Kalkınma bankaları; özellikle gelişmekte olan ekonomilerde, kıt kaynakların verimli kaynaklara yönlendirilmesini ve temel sanayi projelerinin gerçekleştirilmesini sağlamak amacıyla kurulmuş kurumlardır. Kalkınma bankaları yatırım bankalarının yanı sıra öz kaynakları ve idaresi kendilerine bırakılmış olan fon ve benzeri kaynakları kullanarak kredi verme yetkisine sahiptirler. Yatırım bankaları, sermaye piyasası araçları kullanarak yatırım yapan, mevduat kabul etmeyen, gelirleri genelde alınan ücret ve komisyonlardan oluşan kurumlar olarak tanımlanır. Faaliyetleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Yalta, 2011:59).

- Menkul kıymetlerin ikinci el piyasada alım satımında aracılık yapmak.
- Firmalara yatırım danışmanlığı hizmeti sağlamak.
- Firmalara birleşme ve devralmalarda danışmanlık hizmeti vermek.
- Kurumsal portföy yönetimi hizmeti sağlamak.
- Proje finansmanı sağlamak
- Finansal kiralama işlemlerinde bulunmak.

1.4.2.2. Sigorta Kurumları

Sigorta kavramı ile ilgili birçok tanıma rastlayabiliriz. Sigortanın tanımı yapılırken risk kelimesi merkezi bir konumdadır. Risk, genel olarak ortaya çıkacak hasara ilişkin belirsizliktir diyebiliriz. Bu kapsamda her kişi ya da kurum riskle karşı karşıyadır. Riskleri ortadan kaldırmak mümkün değildir fakat gelecek zararların maddi boyutu karşılanabilmektedir. Bu sigorta kurumları ile sağlanabilmektedir (Dickson ve Steele, 1984:1). Buradan yola çıkarak sigortayı şu şekilde tanımlamak mümkündür. Sigorta; sigortacının belli bir prim karşılığında diğeri bir kişinin para ile ölçülebilen menfaatini zarara uğratan bir tehlikenin (riskin) karşısında tazminat ödemeyi taahhüt etmesidir (Özkan, 1998:10-11). Diğeri bir değışle; sigorta, belirli bir riskin, belirli ölçüde tahdidi altında bulunan çok sayıda ve benzer nitelikte birimlerin ortaya çıkacak zararları birlikte karşılamak üzere bir araya gelmesidir (Akmüt, 1980:8-9).

Bir başka tanımda da şöyle ifade edilir: Sigorta, beklenmedik risklerin bir araya getirilerek hasarın gerçekleşmesi durumunda sigortalıya tazminat ödemeyi kabul eden sigortacılara devredilmesidir (Rejda, 1999:19-20). Sigorta kurumları ise gelecekte oluşabilecek tehlikeler sebebiyle gelirden meydana gelen kesinti ya da eksiklik ile ortaya çıkan zararın parasal açıdan karşılanmak amacıyla kurulan kurumlardır (Doğukanlı ve Canbaş, 1997:49). Böylece sigorta edilen bir varlık zarar gördüğünde bu zarar sigorta kurumları tarafından telafi edilir. Avrupa Birliği (AB) uygulamasında sigortalar uzun vadeli sigorta ve genel sigorta olarak ikiye ayrılır (CEA, 1994:203-9).

Uzun vadeli sigortalar;

1. Hayat sigortası
2. Evlilik ve doğum sigortası
3. Uzun süreli sigorta ile bağlantılı olan sigorta işlemleri
4. Sürekli sağlık sigortası
5. Tontines (bir grup insanın bir anapara ortaya koyarak, belirli bir süre içerisinde içlerinden ölenin hissesinin bölünmesi suretiyle yapılan sigortadır.).
6. Sermayenin kurtarılması veya paraya çevrilmesi
7. Grup emeklilik fon yönetimi
8. Grup emeklilik sigortalarının kapitalin korunması veya asgari faizin ödenmesi ile birlikte yürütülen şekli
9. Sigorta şirketlerince yürütülen bazı işlemler

Genel sigorta dalları;

1. Kaza
2. Hastalık
3. Kara araçları
4. Demiryolu araçları
5. Uçaklar
6. Gemiler
7. Taşıma halindeki yükler
8. Yangın ve doğal afetler
9. Mülkiyete zarar

10. Motorlu araç sorumluluğu
11. Uçak sorumluluğu
12. Gemiler için sorumluluk

1.4.2.3. Kolektif Yatırım Kurumları

Tasarruf sahipleri ihracatçı şirketlerden, aracı kuruluşlardan ya da menkul kıymet borsalarından menkul kıymet almak suretiyle tasarruflarını değerlendirebilirler. Menkul kıymetlere yatırım yapmak bilgi ve uzmanlık gerektirir. Bireysel birikimler yeterli büyüklüğe ulaşamadıklarından söz konusu portföyler risklidir. Bu risk anaparada da portföyün getireceği getiride de söz konusu olabilir. Bu gibi sebeplerden dolayı sermaye piyasasında kolektif yatırım kuruluşları olarak adlandırılan yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları kurulmuştur. Kolektif yatırım kurumları, hukuki paralarına göre ayrı ve bağımsız bir tüzel kişilik olarak kurulduklarında yatırım ortaklığı, başka bir tüzel kişilik tarafından bir sözleşme kapsamında kurulduklarında ise yatırım fonu olarak adlandırılırlar (www.spk.gov.tr (9 Mayıs 2012)).

1.4.2.4. Menkul Kıymetler Borsası

Menkul kıymet borsası, kote edilmiş tahvil ve hisse pay senetlerinin alım ve satımlarının yapılarak fiyatlarının saptanmaya çalışıldığı tüzel kişiliğe sahip kurumlardır. Menkul kıymet borsaları kuruluşundaki yasal özellikleri açısından üçe ayrılır. Bunlar; devler borsaları, özel borsalar ve karma borsalardır (www.bankacilik.gen.tr (9 Mayıs 2012)).

- Devlet Borsaları: Genellikle bir kanunla kurulan ve borsanın yönetimi resmi aracılardan oluşturduğu kurallara bırakılan resmi kuruluşlardır.
- Özel borsalar: Genellikle Anonim Şirket statüsünde ve özel hukuk hükümlerine göre oluşturulurlar. Kar amacı taşımazlar ve esas itibarıyla mesleki kuruluş niteliğindedir.
- Karma Nitelikteki Borsalar: Kısmen devlet borsası gibi resmi kısmen de özel borsalar gibi yarı resmi nitelik taşırlar (Bolak, 1998:33).

Borsaların işlevleri ise genel olarak şu şekilde sıralanabilir: (IMKB, 1994:4-9)

- Likidite sağlamak ve tasarruflara hareket kazandırmak
- Piyasada tek fiyat oluşturmak
- Mülkiyeti tabana yaymak
- Güvence
- Ekonomide barometre görevi yapmak
- Sermayeye hareketlilik kazandırmak
- Sanayide yapısal değişimi kolaylaştırmak

1.4.2.5. Risk Sermayesi Şirketleri

Risk sermayesi, yeni fikirleri, buluşları ve teknolojik gelişmeleri çeşitli açılardan desteklemeye yönelik ve daha çok küçük veya orta ölçekli işletmelerin yararlandığı finansman tekniğidir. Bu yöntem ile kullanılabilecekleri fonlar için yüksek getiri beklentisi olan yatırımcılarla sermayeye ihtiyacı olan yüksek teknolojiye dayalı yatırım tasarlayan girişimciler arasında ortaklık yapılıır (Gökçe,2008:1200).

Risk Sermayesi Şirketleri, yüksek gelişme potansiyeline sahip ve rekabet üstünlüğü olan veya olabilecek işletmelere uzun vadeli yatırımlarda bulunurlar. Gerektiğinde aktif yönetsel destek ve diğer uzmanlık hizmetleri sağlarlar. Değer artış temin etmek yoluyla portföylerdeki menkul kıymetlerin değerlerini artırmak ve bu menkul kıymetleri elden çıkarmak suretiyle yüksek getiri sağlamak gibi amaçları vardır (Zaimoğlu, 1995:218). Risk sermayesinin işleyiş süreci şu şekildedir (Tuncel, 1996:18).

- Geliştirilen ürün ya da tasarım için mali ve teknik araştırmalarla birlikte profesyonel bir fizibilite etüdü hazırlanır.
- Fizibilite etüdünün hazırladığı iş planı risk sermayesi şirketlerine gönderilir.
- Plan risk sermayesi uzmanları tarafından incelenmeye alınır.
- İncelenen proje ikna edici bulunursa, risk sermayesi şirketi kendi uzmanlarınca tekrar bir fizibilite etüdü hazırlatır.

- Proje, uzmanlar tarafından yapılabilir bulunursa ve beklenen karlılık düzeyindeyse risk sermayesi şirketi ve mühendis arasında, kurulacak şirket için ortaklık görüşmeleri başlar.
- Anlaşmanın sağlanması durumunda projenin gerçekleşmesine yönelik şirketin kurulum çalışmaları başlar.

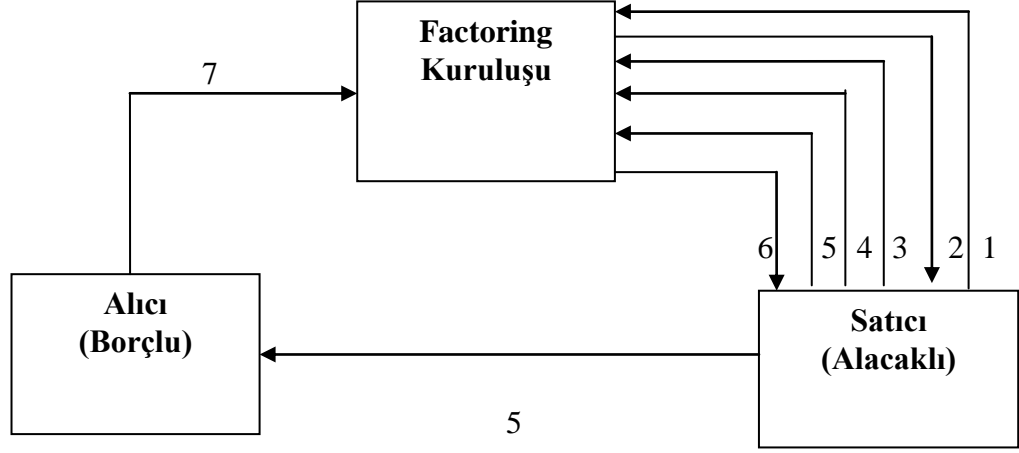
1.4.2.6. Factoring Şirketleri

Büyük miktarda kredili satışlar yapan işletmelerin bu satıştan ortaya çıkan kısa süreli alacak haklarının factoring şirketleri tarafından satın alınmasıdır (Gökçe, 2008:1198-99).

Factoring; alacakların vadesinden önce nakde dönüştürülmesini sağlayan şirketlere verilen addır (Figgis, 1989:146). Diğer bir deyişle; kredili satış yapan işletmelerin, bu satışlardan doğacak alacak haklarını factoring şirketine (factor) devretmesidir. Factor, alacakların tahsili, takibi, muhasebesi ve ön ödeme şeklindeki hizmetleri yerine getirir. Factoring işlemlerinde üç taraf mevcuttur. Bunlar: (SPK, 2009:66).

- Alacaklı firma, factoring hizmetini talep eden ve kredili satışlara dayalı olarak ortaya çıkan alacak haklarını factoring şirketine devreden işletme
- Borçlu firma, alacaklı işletmenin alacak hakkının kaynağını teşkil eden kişi veya kuruluş
- Factoring şirketi, alacaklı firmanın alacak haklarını devir ve satın alarak karşılığını nakit olarak alacaklı firmaya ödeyen aracı kuruluş olarak tanımlanabilir.

Factoring'ın işleyiş süreci aşağıda şematik olarak verilmiştir (Civan, 2004:293):



Şekil 3: Yurtiçi Factoringin İşleyişi

Kaynak: (Civan, 2004:293).

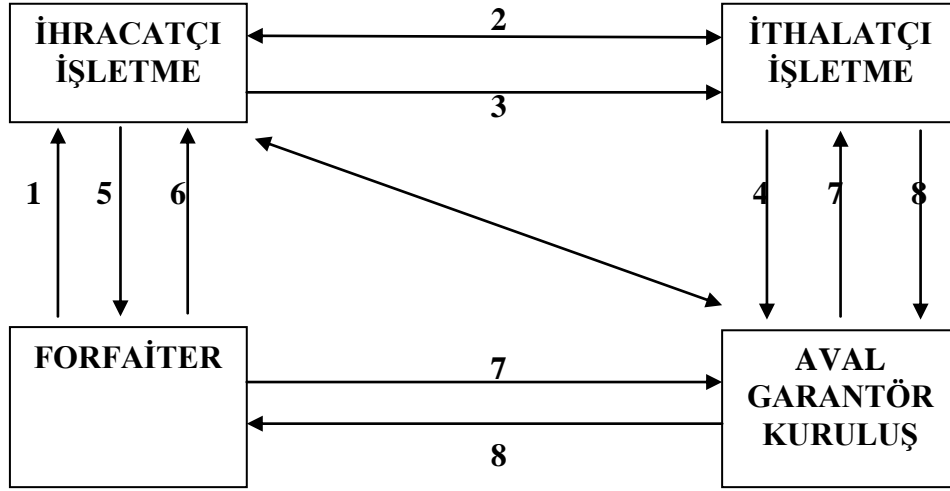
1. Yerel factoring hizmetlerinden yararlanmak isteyen işletme, istenen bilgi ve dökümanlarla şirkete müracaatta bulunur.
2. Factoring şirketi gerekli incelemeleri yaptıktan sonra, işletmeciye sunacağı hizmetleri ve söz konusu hizmet karşılığında alacağı komisyonu teklif olarak satıcı komisyona bildirir.
3. Satıcı işletme ve factoring kuruluşu arasında yapılacak sözleşmenin koşulları belirlenir. Komisyon oranı, ödemeye ilişkin bilgiler, faiz oranları karşılıklı olarak belirlenir. Sözleşme imzalanır.
4. Satıcı işletme müşterilerin siparişlerini alır ve bunları factoring kuruluşunun onayına sunar.
5. Siparişler onaylandığında mallar alıcısına gönderilir.
6. Factoring kuruluşu satıcı işletme ile yapılan sözleşme gereği, satıcıya ön ödemede bulunur.
7. Factoring kuruluşu, vadesi geldiğinde fatura bedellerini alıcıdan tahsil eder.

1.4.2.7. Forfaiting Şirketleri

Forfaiting, genellikle mal ve hizmet dış satımından doğan belli bir ödeme planına bağlı olarak tahsil edilen alacakların daha önce bu hakkı ellerinde

bulunduranlara rücu hakkı olmaksızın banka ya da bu konuda uzmanlaşmış bir finans kurumu tarafından satın alınması şeklinde ifade edilir (Akgüç, 1998:635). Daha kısa bir tanımla ihracattan doğan orta vadeli bir alacağın iskonto karşılığı bir forfaiting şirketine satış işlemidir (Seyidoğlu, 2003:676).

Forfaiting'in işleyişi aşağıda şematik olarak gösterilmiştir.



Şekil 4: Forfaiting'in İşleyişi

Kaynak: (Civan, 2004:293).

1. Aşama: Satıcı firma ihracat gerçekleşmeden önce forfaiting şirketine başvurur.
2. Aşama: Alıcı ile satıcı arasında satış sözleşmesi imzalanıyor ve ödeme ve teslim ilişkileri belirleniyor.
3. Aşama: Satış sözleşmesine uygun mallar teslim ediliyor.
4. Aşama: İthalatçıdan borcuna karşılık bir takım ödeme araçları alınıyor.
5. Aşama: İhracatçı tarafından forfaitera ayrıntılı bilgiler ve belgeler verilir.
6. Aşama: Bilgi ve belgelerin elde edilmesinden sonra forfaiter ile ihracatçı arasında sözleşme imzalanır. Forfaiter ihracatından aldığı bilgilere dayanarak kendisine taahhüt mektubu gönderir.
7. Daha sonra ihracatçı elinde bulunan bono ya da poliçeyi forfaitere verir.
8. Forfaiter gerekli iskontoları yapar ve ihracatçıya nakit ödemede bulunur. Senetlerin vadesi geldiğinde senet tutarları ithalatçı ya da garantör bankadan tahsil edilmektedir.

İhracatçı açısından forfaiting risk yönetimini kolaylaştıran etkenler şu şekilde sıralanabilir (Guild ve Harris, 1986:13-14):

- İhracat işleminden doğacak alacaklarının garantilenmesi
- Forfaiting işleminin belirli dövizlerle (dolar, euro, Japon yeni gibi) yapılması
- Sabit iskonto ile işlem yapılması
- Forward işlem yapma imkanının mevcut olması
- İhracat yapılan ülkedeki döviz kontrolleri, krizler ve politik risklerin alacak hakkını devralacak kurum tarafından araştırılmasıyla ülke riski analizi yapma imkanının oluşması

Yurtiçi factoring sözleşmesinde üç taraf mevcuttur: bunlar alacaklı (satıcı) firma, alacakları devralan factoring şirketi (factor) ve borçlu firmadır. Uluslararası factoring sözleşmesinde ise dört taraf vardır: Alacaklı firma, alacakları devralan factoring şirketi, borçlu firma, ithalatçı ya da borçlunun kendi ülkesinde bulunan muhabir banka ve kuruluş. Factoring işleminden factoring şirketi, factor ücreti, komisyon veya finansman ücreti alırken, satıcı firma vadeli alacaklarını belirli bir faiz oranı üzerinden iskontolu tahsil eder (Özdemir, 2005:199).

Factoring, tahsilat, finansman ve garanti (alacak yönetimi) olmak üzere başlıca üç fonksiyondan oluşur. Tahsilat factoringin temel fonksiyonudur; diğer fonksiyonlar ise, taraflarca imzalanan factoring sözleşmesi sayesinde belirlenir (Bayraktutan, 1992:166). Factoring şirketi, satıcının kısa vadeli alacaklarını devir alır ve mal veya hizmet satış bedelinin % 80'ini vadesinden önce satıcıya ödeyerek, satıcının alacaklarını kredilendirir. Böylece satıcı factoring ile ticari alacaklarını likit hale dönüştürdüğünden likidite sıkıntısı ile karşılaşmaz (Özdemir, 2005:200).

Factoring şirketlerinin bir alacağı devir alabilmesi için ön koşul, alacağın bir mal veya hizmet satışından kaynaklanıyor olmasıdır. Eğer fiilen bir satış işlemi yapılmıyorsa, fatura düzenlenmiş olsa da factoring işlemi kabul edilmez. Factoring şirketleri ödemeyi ön ödeme ve iskonto yöntemlerinden biri ile yapar. Ön ödeme yönteminde satıcı, malları alıcıya gönderdikten sonra mallar ile ilgili fatura düzenlenir ve faturanın bir sureti factoring şirketine gönderilir. Factoring şirketi, bu fatura karşılığında satıcının alacağının % 80'ini (sözleşme de belirlenen limitler kapsamında)

satıcıya öder ve kalan miktarı olası riskler karşılığı olarak tutar. Factoring şirketi, vadesi geldiğinde tahsilatı yaptıktan sonra fatura tutarının % 20'lik bölümünden ise faiz ve komisyon giderleri düşülerek kalan bakiye satıcıya ödenir (Erdemol, 1992: 21).

Factoring, işletmelere iskonto bedeli karşılığında vadesinden önce alacağı tahsil ederek, nakit ihtiyaçlarını karşılama imkanı vermektedir. Bunun yanında factoring hizmeti satıcı firmaya nakit akışlarını kontrol altına alma imkanı sağlar ve şirket düzgün nakit akışı sayesinde, üretimin arttırılması, araştırma geliştirme giderlerine daha fazla pay ayırma, yeni pazarlama imkanlarının araştırılması türünden konular üzerinde daha fazla yoğunlaşma imkanı bulmaktadır (Özdemir, 2005:200).

Forfaiting ve Factoring konularının daha iyi anlaşılması için tablo 5 oluşturulmuştur (SPK, 2009:66):

Tablo 5:Factoring ve Forfaiting'in Kıyaslanması

FACTORİNG	FORFAİTING
Devamlı bir işlemdir.	Bir defalık bir işlemdir.
Alacaklar satın alınır.	Alacaklar satın alınır.
Genelde %80'e kadar bir finansman sağlar.	%100 finansman sağlar.
Risk %100 üstlenilir.	Risk %100 üstlenilir.
Genel bir sözleşme yapılır.	Sözleşme yoktur.
Açık hesap işlemlerine de uygulanabilir.	Police veya bono gereklidir.
180 güne kadar vade tanınır.	180 günde 10 yıla kadar vade tanınır.
Çalışma alanı tüketim mallarıdır.	Çalışma alanı yatırım mallarıdır.
Siyasi ve ticari riskleri kapsamaz.	Siyasi ve ticari riskleri kapsar.

Kaynak: (Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi, 2009:66).

1.4.2.8. Leasing Şirketleri

Leasing, gelişmiş ülkelerde yaygın olarak kullanılan ülkemizde de son yıllarda hızla gelişme gösteren finansal bir tekniktir. Leasing; kiralama yoluyla finansman sağlama anlamına gelir. Bir malın yatırımcı tarafından satın alınması yerine bir kiralama şirketi tarafından alınıp yatırımcıya belli süreliğine kiralamasıdır. Belirlenen taksitler ödeme planı çerçevesinde leasing şirketine ödenir (Akgüç, 1998:618).

Her türlü taşınır taşınmaz mal leasing konusu olabilir. Genellikle patent hakkı ya da fikri haklar bunların dışındadır. Ayrıca hammadde ve ara mallar da leasing konusu olamaz (Ceylan, 2006:804). Finansal kiralama daha çok yatırım malları üzerinde yapılmaktadır. Finansal kiralamaya en fazla konu olan mallar arasında; taşıt araçları, büro makineleri, santraller, haberleşme araçları, tarım alet ve makineleri, takım tezgahları, yol ve iş makineleri, petrol sondaj ve çıkarma makineleri, matbaa makineleri, tıbbi cihazlar, vs. vardır. Amerika Birleşik Devletleri (ABD) 'nin toplam sabit sermaye yatırımlarının yaklaşık dörtte biri leasing yoluyla finanse edilmektedir (Yetkin, 2001:219).

Leasingde akla iki tür kiralama çeşidi gelir. Biricisi faaliyet kiralaması diğeri finansal kiralama. Faaliyet kiralaması, daha çok ömrü az olan varlıklar için yapılan bir uygulamadır. Örneğin; bilgisayar, büro makineleri, taşıt araçları vb. Faaliyet kiralamasında sözleşmeler önceden haber verilerek feshedilebilir. Finansal kiralamada ise amaç uzun süreli fon teminidir. Bu tür kiralamaya konu olan varlıklar uzun ömürlüdür. Finansal kiralamada sözleşme hakkı feshedilemez. Bakım, onarım, personel eğitimi, sigorta gibi giderleri kiracı karşılar. Kiralamanın finansal kiralama sayılabilmesi için uluslar arası standartların belirlediği ölçülerden en az birini taşıması gerekir. Bunlar:(Gökçe, 2008:1198).

- Kiralanan varlıklarla ilgili olarak yapılan kira ödemelerinin bugünkü değerinin, varlığın cari değerinin en az %90'ına eşit olması gerekmektedir.
- Kira süresinin, varlığın tahmini ekonomik ömrünün en az %75'ine eşit olması
- Kira sözleşmesinde kira süresi sonunda varlığın mülkiyetinin kiracıya devredilebileceğinin belirtilmesi

- Yapılan sözleşme kira süresi sonunda varlığın kiracıya devrinin o an için o günkü cari değerden düşük bir bedelle gerçekleşiyorsa bu kiralama da finansal kiralamaya dahildir.

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL PİYASALARDAKİ DEĞİŞİM SÜRECİ VE FİNANSAL İNOVASYON

2.1. FİNANSAL SİSTEMİN TARİHÇESİ

Uluslararası ekonomik ve mali ilişkilerin düzenli, etkin ve aksamadan ilerleyebilmesi her şeyden önce uluslar arası para sisteminin varlığına bağlıdır. Ancak belirli bir sistemden söz etmek güçtür. Çünkü mevcut uygulamalar önceden planlanmış ya da uluslar arası anlaşmalara göre tasarlanmış bir modele dayanmaz (Seyidoğlu, 2003:524-25). Geçmişteki para sistemleri ve uygulamalarının bilinmesi bugün uygulamada olan parasal sistem bu aşamaya nasıl geldiği hakkında bizi bilgilendirecektir. Uluslararası ödeme sistemleri tarihçesine bakıldığında, finansal sistemi dönemlere ayırarak incelemek, bu süreci anlamada yardımcı olacaktır. Bu süreci şu başlıklar altında toplamak mümkündür:

- Altın Para Standardı Dönemi
- Buhran Dönemi
- Bretton Woods Dönemi
- Liberalizasyon Süreci ve Finansal Piyasalara Etkisi
- Washington Uzlaşısı
- Finansal Liberalizasyon ve Krizler 10 Yılı

2.1.1. Altın Para Sistemi

Dünya'da 1970'lerden Birinci Dünya Savaşı'nın başlangıcına kadar aralıksız olarak altın para standardı kullanıldı (Seyidoğlu, 2003:525). İlk kez ülke paraları herkes tarafından kabul edilen ortak bir değere sabitlendi ve bu dönemde uluslararası ticaret hacminde ciddi artış gözlemlendi. Altın para sistemi ilk olarak 1870'de Batı Avrupa tarafından kullanıldı. ABD ise sisteme 1879 yılında dahil oldu. Sistemde her ülke elindeki altın stokuna göre parasının altın değerini belirlemekte ve bu değer üzerinden

parası karşılığında altın alıp satmayı taahhüt etmekteydi (Özel, 2000:85-6). Altın Para Sisteminin özelliklerini şu şekilde özetlemek mümkündür (Seyidoğlu, 2003:525-26):

- Ulusal paralar arasındaki değişim oranı, ilgili paraların altın kapsamına göre belirlenir.
- Döviz kurlarındaki değişimler, altının bir ülkeden diğer bir ülkeye gönderilmesi için gerekli masrafların belirlediği altın ithal ve ihraç noktalarıyla sınırlıdır.
- Dış denkleme, otomatik gelir ve fiyat mekanizması yoluyla sağlanır.
- Dengesizlik oluşması durumunda ülkeler para arzını kısırlaştırma yoluna girmeyeceklerdir.

Altın standardının uygulandığı dönemde, ihtiyaç duyulduğunda kurların istikrarı terk edilebildi. Belli başlı paralar arasındaki kur istikrarı korundu, fiyat istikrarı ile ulusal amaçlar gerçekleştirilebildi. 1914 yılında Birinci Dünya Savaşı'nın başlamasıyla Avrupa'daki güçler dengesi sarsıldı ve oluşan finansal krizler sonunda İngiltere başta olmak üzere altın para standardı terk edilmeye başlandı (Akdiş, 2000:9).

Dünya savaşından çıktıktan sonra Avrupa ülkeleri paraya şiddetle ihtiyaç duydu ve altın para standardı yerine karşılıksız para basmaya başlandı. Ülkelerin karşılıksız para basması enflasyona sebep oldu. ABD bankaları ise bu dönemde altın karşılığı para basmaya devam etmiş ve bu sebepten dolayı birçok yatırımcı para ve altınlarını ABD bankalarına yollamayı tercih etmişti. Böylece dünya altın rezervinin %40'lık kısmı ABD'de toplandı. ABD'de biriken bu servet ekonomik sıçramaya yol açmış, borsada değerler hızla yükselmişti ve herkes bu alanlara yatırım yapmaya başlamıştı. Bu süreçte hükümetler altın girişini özendirmek için altın standardını sürdürdüler ve deflasyonist politikalar yürüttüler. Bu politikalar sonucunda fiyatların düşüşü nedeniyle ekonomik faaliyetler gerilemeye başlamış ve 1929'un Ekim ayında ABD borsasında hızlı bir iniş yaşanmıştı (Eğilmez, 2008:57). Ekonomideki bu gelişmelerle tarihe Kara Perşembe olarak geçen seanslarda borsa çökmüş ve dünya ekonomisinde tam anlamıyla büyük buhran yaşanmaya başlamıştır.

2.1.2. Buhran Dönemi

1929 dünya ekonomik buhranı Birinci ve İkinci dünya savaşları arasında yaşanan tüm dünyayı etkileyen en önemli olaylardan biridir. Dünya buhranı önce sermaye piyasasında panik daha sonra sanayi üretiminde aşırı düşüşler şeklinde ABD’de ortaya çıkmıştır. Halbuki ABD’nin ekonomik refahı diğer ülkeler açısından da önem arz etmekteydi. Bu dönemde ABD’nin ithalatı aniden azalmaya başlamış ve diğer ülkelere sağladığı dış krediler kesilmişti ABD’de gelişen bu olaylar diğer ülkelerin altın standardından ayrılarak dış alım kısıtlamaları koymalarına sebep oldu (Eğilmez, 2008:57). Uluslar arası mali alanda beklenen panik ‘Credit-Anstalt’ adlı Viyana ticaret bankasının iflası ile başladı. Tüm Avrupalı alacaklılar mevduatlarını geri çekmek için bankalara hücum etti. Bu dönemde Alman Merkez Bankası altın ve döviz rezervlerinin tükenmesini önlemek için kambiyo denetimi uygulamaya başladı. Altın para standardının yıkılmasıyla ulusal paraların birbirine dönüştürülme imkanı kalmadı. Bu durum ülkelerin iki yanlı anlaşmalara zorlamıştı ve çok yanlı denkleme mekanizması yıkıldı. Sonuçta dünya ticareti ciddi bir darboğaza girdi (Seyidoğlu, 2003:526-27). ABD’de başlayıp zamanla küreselleşen 1929 Buhranının diğer sebepleri şu şekildedir (Eğilmez, 2008:57-8):

- ABD üretiminin sayılı holdingin elinde bulunması, holdinglerden birinin dahi bunalıma girmesi durumunda bunalımın genel bir krize dönüşmesine sebep olması
- Bankalarda yeterli denetim, kurallar ve mevduat sigortası olmayışı
- Adam Smith’in görünmez el kuramının geçerliliğine inanılmasıyla ekonominin klasik ekonomi politikalarına göre yürütülmesi ve devletin müdahalesi istenmeyişi

Kara Perşembe olarak bilinen 1929 yılının Ekim ayında patlak veren krizde ABD borsasında bir gün içinde 4 milyar doların üzerinde kayıp yaşandı. 4000 dolaylarında banka battı ve yaklaşık on yıl kadar süren, tüm dünyayı etkisi altına alan bir krize dönüştü. ABD krizden en çok etkilenen ülke oldu. ABD’deki çöküş derin ve uzun sürdü. Kriz döneminde, ABD’nin GSYH’sı 1929’da 315 milyar dolarken 1933’te 216 milyar dolara düştü. İşsizlik oranı ise 1929’da %3,2 iken 1933’te %25’e yükseldi.

Aynı dönemde fiyatlar %25 düşmüştür (deflasyon) (Eğilmez, 58-9). 1929 bunalımı sonrasında ikinci dereceden bonolar hariç faiz oranları hızla düşmüştür kredi cephesinde ise durma yaşanmıştır. Önce New York bankaları daha sonra diğer bankalar borsa ya da başka alanlara kredi vermeyi durdurdular. Bu dönem içerisinde Eylül ile Ekim ayları arasındaki ithal malların fiyatları hızlı şekilde düşmeye başladı. 1929 Eylül ve Aralık ayları arasındaki toplam ithalat 400 milyon dolarken 300 milyon dolara düştü ve ithalat kredileri neredeyse tamamen dondu (Kindleberger, 2008:93-103). 1929-35 yılları arasında ülkeler itibariyle toplam sanayi üretimindeki değişimi 1929 yılı baz alınarak incelenmiştir. (Eğilmez, 2010:59).

Tablo 6: Toplam Sanayi Üretim İndeksi (1929:100)

Ülke	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
İngiltere	94	100	94	86	89	95	105	114
Kanada	94	100	91	78	68	69	82	90
Fransa	94	100	99	85	74	83	79	77
Almanya	100	100	86	72	59	68	83	96
İtalya	99	100	93	84	77	83	85	99
Hollanda	94	100	109	101	90	90	93	95
İsveç	88	100	102	97	89	93	111	125
ABD	90	100	83	69	55	63	69	79

Kaynak: (Eğilmez, 2010:59).

Tabloda, Büyük Bunalım ile sanayi ülkelerindeki sanayi çöküşü gösterilmiştir. Tabloda görüldüğü gibi sanayi üretimi çöküşü en uzun süren ülke ABD'dir. 1935 yılına gelindiğinde İngiltere, İsveç ve İtalya krizin etkisinden kurtulmuş görülüyor. Almanya ve Hollanda toparlanmaya başlamış Fransa, ABD ve Kanada krizden henüz sıyrılamamıştır.

Tablo-7de ise ABD'nin Büyük Bunalım ve sonrasında GSMH'sında meydana gelen değişiklik gösterilmiştir.

Tablo 7: ABD'de Büyük Bunalım Sonrasında GSMH'nın Düşüşü

YIL	GSMH(cari fiyatlarla) (Milyar USD)
1928	98,7
1929	104,6
1930	91,2
1931	78,5
1932	58,6
1933	56,1
1934	65,5
1935	76,5
1936	83,1
1937	91,2
1938	85,4
1939	91,2
1940	100,5
1941	124,7

Kaynak: (Eğilmez, 2010:59).

Tablo 10'da GSMH'nın krizle birlikte düşmeye başladığı görülmektedir. GSMH miktarı 1933 yılında 1929 yılındaki değerin neredeyse yarısı kadardır. Bu nokta dip

noktası olmuştur. İzleyen yıllarda ABD ekonomisi toparlanmaya başlamış fakat 1929'daki düzeye ulaşması yaklaşık 10 yıl kadar zaman almıştır.

Buhran döneminde para alanları ve para blokları denilen mali gruplaşma ilk kez ortaya çıkmıştır. İngiltere altın standardını bırakarak sterlinin değerini serbest bırakmıştır. Parasındaki aşırı dalgalanmaları önlemek için Kambiyo Denkleştirme Fonu'nu kurmuştur. Bu fonun görevi serbest piyasada sterlin karşılığında yabancı paralar alıp satarak ulusal paranın istikrarını sağlamaktır. Bu dönemde önceden İngiliz sömürgesinde olan çoğu ülke, ulusal parasını sterline bağladı. Fransa önderliğinde bir grup ülke ise parasını altına bağlamayı tercih etti. Almanya önderliğinde bir grup da kambiyo uygulamasına geçti. ABD ise 1 ons altın:35\$ olarak yeniden belirlendi. Kısacası İkinci Dünya Savaşına gelindiğinde uluslar arası para piyasası tam bir karışıklık içinde bulunuyordu (Seyidoğlu, 2003:526-27).

Bu dönem içinde özellikle emperyalist güçler arasındaki pazar anlayışından kaynaklanan özellikle 1923-28 yılları arasında ekonomik genişleme sağlanmıştır. 1921-33 yılları arasındaki sermaye birikimindeki tıkanıklık 1929'da doruk noktasına ulaşmıştı. Bu durum krize sebep veren durumlardandır. Krizin aşılması yönelik önce pragmatik daha sonra Keynes'in müdahaleci politikası uygulanmış ve İkinci Dünya Savaşı öncesinde ekonomik genişleme sağlanmıştı (Sönmez, 2005:66).

2.1.3. Bretton Woods Sistemi

Birinci ve İkinci Dünya Savaşları arası dönemde dünya ekonomilerinin yaşadığı tecrübelerle özellikle ABD ve İngiltere uluslar arası para sistemini ülkeler arası işbirliğine dayanan kuruluşlar çerçevesinde düzenleme çalışmalarına 1940'da başlamışlardı. Bu çalışmalarını hayata geçirebilmek için 1944 yılında ABD'nin New Hampshire eyaletinin Bretton Woods (BW) kasabasında toplanan 44 ülke uluslararası konferansta buluştu (Akdiş, 2000:14).

BW sisteminin işleyişine bakıldığında, ayarlanabilir sabit kura dayanıyordu. ABD dışındaki tüm Uluslar arası Para Fonu (International Monetary Found-IMF) üyeleri resmi kurdan paralarının değerlerini, dolar cinsinden tanımlamışlardı. Bu durumda dolara bağlı olan ülke parası dolaylı olarak altına da bağlanmış oluyordu.

Ulusal paraların dolar paritesi etrafında dalgalanma marjı alt ve üst yönde % 1 olarak sınırlandırılmıştı. Dış ödeme dengesizliklerini gidermek için üye ülkelere paritelerde değişiklik yapma olanağı tanınıyordu. Ancak temelde sabit kur sistemine dayandığından devalüasyon ve revalüasyon gibi kur değişiklikleri en son başvuru çareleriydi. Dış açık sorunuyla karşılaşan ülkeler önce döviz rezervlerini kullanacaklar sonra para ve maliye politikası gibi yurtiçi önlemlerle toplam harcamalarını kısımaya çalışacaklardı (Seyidoğlu, 2003:528).

BW sistemi, İkinci Dünya Savaşı sonrasında ABD'nin yeni hegemonik güç olarak yükselmesiyle birlikte gelişmiş bir sistemdir. Savaştan zarar görmeden çıkan ABD bu dönemde dünya madencilik ve ağır sanayinin yaklaşık üçte ikisini, buğday üretiminin üçte birini tek başına gerçekleştiriyordu. Altın rezervinin de üçte ikisini elinde bulunduruyordu. BW sisteminde asıl amaç ise savaş sonrasında ülkeler arasındaki ticari sistemin yeniden canlandırılmasıydı. Bu doğrultuda dünya ölçeğinde yeniden yapılanmayı gerektirmişti ve bu bağlamda kurumlar oluşturulmuştu. IMF; para ve sermaye hareketlerini düzenlemek, Dünya Bankası; üretken sermaye hareketleri ve yatırımları düzenlemek, GATT ise dünya ticaretindeki entegrasyonu artırmak için kurulan kurumlardı. BW para sistemi bu düzenin bir parçası olarak kurulmuştur (Akçay, 2009:105). BW temel dayanakları olan IMF, Dünya Bankası ve GATT, BW sisteminin kurumsal yapısını oluşturmaktadır ve küresel ticaret sisteminin temellerini oluştururlar. Sistemin işleyebilmesi için bu üç organın da dengeli olması gerekmektedir. İkinci Dünya Savaşının hemen ardından toplanan BW konferansının amaçlarını şu şekilde özetlemek mümkündür (Seyidoğlu, 2003:529-34):

- Uluslar arası bir para ve ödeme sistemi oluşturmak
- Dünya ticaretinin önündeki sınırlamaları kaldırmak ve çok taraflı bir küresel ticaret sistemi oluşturmak
- Avrupa'nın yeniden imarı için gerekli finansal kaynağı sağlamak

BW konferansındaki IMF anlaşması, sermaye kontrollerine izin vermekteydi. BW dönemindeki sabit kur sisteminde pek çok ülke ödemeler bilançosu sorununu

aşabilmek için sermaye kontrollerini³ uygulamıştır. Fakat 1970'lerde BW sisteminin çökmeye başlamasıyla, sermaye kontrollerinin yol açtığı maliyet ve bozulmalar, gelişmiş ülkelerde bu kontrollerin kademeli olarak kaldırılmasına yol açmış ve finansal piyasalarda serbestleşme hareketi yaygınlaşmıştır (Keskin, 2009:151-52).

1944'ten 1970'li yıllara kadar süren BW sisteminde sabit kurlu rejim sermaye hareketlerinin kontrolünü içerirken sistemin çöküşüyle ülkeler kendi belirledikleri farklı kur rejimlerini uygulamışlardır. Çöküş döneminde döviz kurları dalgalanmaya başlamış ve bu durum kar sağlama olanağını ortaya çıkartmıştır. Artan spekülasyon sermaye akımlarını kontrol altına almaya yönelik düzenlemeler hem etkinliği yitirmiş hem de ülkelerin çıkarlarına uygun olmamaya başlamıştır. Zamanla bir çok ülkede sermaye kontrolleri terk edilmiştir (Çağlar, 2003:44-50).

ABD 1974 yılında çoğu sınırlamayı ortadan kaldırarak finansal serbestleşmeye yönelik adımlar atmıştır. ABD'de banka faiz oranı üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış, bankacılık ve sermaye piyasalarını birbirinden ayıran etkenler ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır. Ayrıca sadece yetki alan eyalette bankacılık yapabilme zorunluluğu kaldırılmış, bankacılık bölgesel olmaktan çıkmış ulusal hale gelmeye başlamıştır (Eroğlu, 2002:20). BW anlaşmasıyla altına konvertibl (1ons:35 ABD doları) rezerv para konumundaki ABD doları, ABD dış açığının belirlenmesi ve ödemeler dengesindeki kronik açığın tırmanmasına bağlı olarak 1971 yılından itibaren değer yitirmeye başlayan uluslararası para standardı ciddi olarak sarsılmış ve sonucunda parçalanmıştır (Sönmez, 2005:156). Sabit kurlu BW sistemini genel itibariyle yıkılma sebepleri şunlardır (Seyidoğlu, 2003:536-39):

1. Dış Denkleşme Sorunu: BW otomatik bir denkleşme mekanizmasına dayanmıyordu. Denkleşme mekanizma ile ilgili kararlar, hükümete bırakılmıştı ve dış denkleşmeyi sağlamanın yolu devalüasyon ya da revalüasyonun yapılmasıydı. Fakat sistemde sabit kur modeli olduğundan çok sık kur ayarlaması yapılamıyordu.
2. Likidite Sorunu: Sabit kur rejimlerinde dış açıkları finanse etmek için uluslararası rezervlere ihtiyaç duyulur. Ekonomisi dış açık veren ülkede döviz

³ Sermaye Kontrolleri: Uluslar arası sermaye hareketlerinin hacmini, yönünü, niteliğini ve zamanlamasını değiştirmeye yönelik resmi düzenlemelerdir (Vergil, 2002:20).

talebinin döviz arzını aşması karşısında kur yükselme eğilimi gösterecek bunun için de MB'nın piyasaya müdahale edip döviz satması gerekecektir. Fakat rezerv araç olarak kullanılan doların altına bağlı olması ve altının üretim yetersizliği ile sanayide yaygın kullanımı nedeniyle sistem likidite ihtiyacına cevap verecek durumda değildi.

3. Güvenlik Sorunu: Sistemin temelini altına dayalı olması, diğer yandan ABD'nin sınırsız dış açıklar vermesi dolara olan güveni sarsmıştı.
4. Emisyon Kazançları Sorunu: BW sisteminde senyoraj (emisyon) kazançları sorunu, ABD'nin rezerv para ülkesi olarak elde ettiği gelire ilgili olarak ortaya çıkmıştır. ABD dışındaki ülkelerin uluslar arası likidite sağlayabilmeleri için önce mal ve hizmet ihraç etmeleri gerekiyordu. Oysa dünya MB konumundaki ABD'nin böyle bir zorunluluğu yoktu. ABD Para basarak ithalatını finanse edebilmekteydi. Dolayısıyla para basmanın maliyete sınıra yakındır ve ABD'nin senyoraj geliri oldukça yüksektir.
5. Az Gelişmiş Ülkelerin Kalkınma Sorunları: BW sisteminin az gelişmiş ülkelere yeterli ölçüde reel kaynak transferi yapmaması.

BW sisteminin yıkılışını takiben sanayileşmiş ülkelerde serbest değişken kur rejimleri uygulanmaya başlamıştır. Fakat bu uygulamalar kısa süreli bir çözüm olarak görülmüş, ileride BW benzeri uluslararası anlaşmalara dayalı ve kapsamlı sözleşmelerin düzenleneceği düşünülmüştür (Bayraktutan, 2006:32).

2.1.4. Liberalizasyon Süreci ve Finansal Piyasalara Etkisi

Liberalizasyon, ekonomideki mevcut kontrollerin döviz piyasaları, finansal piyasalar, işgücü piyasaları gibi çeşitli piyasalar üzerinde kısmen ya da tamamen kaldırılmasıdır. Bu anlamda finansal liberalizasyon, finansal piyasadaki kontrollerin kaldırılmasını ve ekonominin uluslararası sermaye akımlarına açılma sürecini kapsamaktadır (Doğan, 2002:61). Liberalizasyon kavramı diğer bir değişle kredinin fiyatı ile alıcı ve satıcılarını belirleme özerkliğinin piyasa tanıma sürecidir. Tam liberalizasyon ise liberalizasyon kavramına ek olarak; devletin bir takım serbestliklerini de kapsar. Bu serbestlikleri şu şekilde sıralamak mümkündür (Delice, 2003:57):

- Devletin, denetimsel değerlendirmelere dayalı objektif olarak belirlenmiş kriterleri taşıyabilen tüm şirketlerin finansal hizmetler enstitüsüne girişine izin vermesi
- Bankalara kendi faaliyetlerini yürütme serbestliği vermesi
- Finansal kurumların mülkiyetinden vazgeçmesi
- Uluslar arası sermaye hareketleri üzerindeki kontrolün kaldırmasını kapsar.

Finansal liberalizasyon genellikle gelişmiş ülkelerde hükümetin uluslar arası finansal faaliyetlerini kendi ülkelerine çekmek amacıyla bankacılık sisteminde yasal düzenlemelerin gevşetilmesi uygulamalarının bir sonucu olarak görülür (Durusoy, 2000:15-25). 1970’li yıllarda başlayıp 1980’lerde devam eden finansal liberalleşme süreci, 1990’lardan sonraki dönemde küreselleşmenin de etkisiyle ulusal ve uluslar arası finansal piyasalar arasındaki engellerin kalkması ile dünyada hızlı bir şekilde yaşanmıştır (Turgut, 2007:35). Fakat bu hız, liberalizasyon sürecinin yaşanmasında hız bölgeden bölgeye farklılık göstermektedir. Örneğin; Latin Amerika ülkelerinde bu süreç daha hızlı yaşanırken gelişmekte olan bazı ülkelerde (Şili ve Arjantin’in kriz dönemleri) ekonomik problemler nedeniyle finansal reformdan vazgeçilerek tekrar kontrollü yapının uygulanmasına başlanmıştır (Kar vd., 2008:206-9).

Finansal liberalizasyon süreci kapalı ekonomiyi dünyaya açan, dışa açık ekonomilere de yeni ticari ortaklar getiren bir süreçtir. Bunun yanında ekonomide şeffaflığın olmaması kriz olasılığını önemli ölçüde artırmaktadır (Ersoy, 2012:1-3). Ayrıca finansal liberalizasyon sürecinde, makroekonomik istikrarsızlıklar ve finansal yapıdaki eksiklikler gibi temel etkenlerden dolayı ekonomi kırılgan bir yapı halini alır ve kırılgan yapının belli bir noktadan sonra sürdürülemez duruma gelmesiyle kriz yaşanabilmektedir (Öniş, 2003:505-32). Kırılgan bir ekonomide var olan özelliklerden bir kaç şöyledir:

- Borç Finansmanında artış
- Uzun vadeden kısa vadeli borca kayış
- Varlık piyasalarında spekülasyon hareketlerinde artış.

Finansal liberalizasyon ile faiz kontrollerinin kalkması, zorunlu rezervlerin azaltılması, piyasaya girişin yerli ve yabancı bankalar için kolaylaştırılması, yerli

paranın konvertibilitesinin sağlanması, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi gibi uygulamalar bankacılık sistemindeki faiz, döviz kuru, likidite ve ödeyebilirlik risklerini önemli ölçüde arttırmıştır (Karabulut, 2002:41). Finansal liberalizasyon ile başlangıçta sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve beraberinde yurtiçi finansal piyasaların liberalizasyonu amaçlanmıştır. Bu bağlamda özellikle faiz oranlarının yetkili otoriteler yerine piyasa güçleri tarafından belirlenmesine ve kredi tavanlarının ile selektif kredi politikalarının kaldırılmasına yönelik düzenlemeler yapılmıştır. 1980'li yıllarda finansal liberalizasyon politikalarının kapsamı, yabancı finansal kuruluşların yurtiçi piyasaya girmesine, yerleşiklerin yabancı para cinsinden mevduat hesapları açmasına ve sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılmasına yönelik düzenlemelerle genişletilmiştir. Aynı zamanda dışa dönük finansal liberalizasyon ile finansal piyasanın daha iyi çalışma dolayısıyla finansal kaynakların daha etkin kullanım alanları arasında etkin dağılımının sağlanması amaçlanmaktadır. Yenilik ve rekabet yurtiçi piyasaların işleyişinin iyileşmesine katkıda bulunması finansal varlıkların çeşitlenmesinde ve kalitenin artmasında pozitif etki sağlamıştır (Kar vd., 2008:206-209).

Liberalizasyona geçişin başlangıçta olumlu etki yarattığı gözlemlenirken 1980-82 yıllarında resesyona karşı uygulanan politikalar, uygulanma sürecinin ilk dönemleri büyümeyi hızlandırıcı etki yapmıştı daha sonra Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütüne (OECD) üye ülkelerin çoğunda şiddetli parasal daralmalara yol açmıştı. 1980'lerin başlarında işsizlik oranları savaş yıllarından sonra en yüksek seviyesine ulaşmıştı ve ciddi oranda kapasite fazlası oluşmuştu. Kapasite fazlası daha sonra, resesyon döneminde baskılanmış olan talebin karşılanmasına dayalı kısa süreli de olsa bir canlanmayı mümkün kılmıştır. Canlanma sağlanırken enflasyon oranları düşmüştür. 1980-81'de yükselmiş olan enflasyon, sıkı para politikasının ve yüksek işsizlik oranının etkisiyle düşmüştür. Bu durum enflasyonist olan bir durumun devamlı olarak sürdürülebileceğine inancı güçlendirirken, serbestleştirilmiş mali piyasalara da teşvik sağlamıştır (Shutt, 2004:60).

2.1.4.1. Finansal Liberalizasyona Yönelik Temel Yaklaşımlar

Yapılan birçok araştırmaya rağmen ister gelişmiş ister gelişmekte olan ülkelerde olsun finansal liberalizasyon hakkında iktisatçılar tarafından genel kabul görmüş bir

teori bulunmamaktadır. Bu durum finansal liberalizasyona yönelik görüşlerin çeşitlenmesine yol açmıştır. 1980’li yıllarda yaşanan gelişmelerle pek çok ülke finansal liberalizasyon politikalarını hayata geçirmiştir. İlk yaklaşım Neo-klasik yaklaşım olarak da bilinen Mc-Shaw yaklaşımıdır. Ardından yapısalcı yaklaşım gelişmiştir. Gelişen yaklaşımlar birbirini eleştirel yönde devam etmiştir. İnceleyeceğimiz yaklaşımlar şunlardır (Ağır, 2010:11-43).

- Neo-klasik Ekol: McKinnon-Shaw Yaklaşımı
- Yapısalcı Yaklaşım
- Neo-Keynesyen Yaklaşım
- Post Keynesyen Yaklaşım
- Spekülatif Gelişme Modeli
- Marksist Yaklaşım

2.1.4.1.1 Neo-Klasik Ekol: McKinnon-Shaw Hipotezi

Yapılan pek çok araştırma yapılmasına rağmen gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalizasyon etkileri yöntemi ve sonuçları üzerinde iktisatçılar tarafından genel kabul görmüş bir teori bulunmamaktadır. Özellikle 1980’lerde yaşanan gelişmeler doğrultusunda pek çok finansal liberalizasyon politikası uygulamaya konulmuştur. Finansal liberalizasyon teorileri Neo-klasik yaklaşım olarak bilinen McKinnon-Shaw hipotezi ile başlamıştır (Gündem ve Tunç, 2009:1328). Finansal baskı okulunun temsilcilerinden olan McKinnon-Shaw ve takipçilerine göre hükümetlerin finans piyasaları üzerinde uyguladıkları finansal baskı politikaları ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir. Finansal baskı ile piyasa denge faiz oranı altında bir tavan belirlenerek reel faizlerin yükselmesinin önlenmesi kastedilmektedir (Atamtürk, 2003:43). McKinnon ve Shaw’ın görüşleri aynı hipotez içerisinde ele alınsa da bir takım farklılıkları vardır.

Mc-Kinnon soruna önce parçalanmış ekonomi şeklinde bakmaktadır. Gelişmekte olan ekonomilerde finansal piyasaların başlangıç aşamasında para ve sermaye piyasalarının bölünmüş olması sebebiyle para ve fiziki sermaye birbirinin ikamesi değil tamamlayıcısı durumundadır. Mc-Kinnon finansal baskı altında para otoritesi tarafından belirlenmiş negatif veya düşük reel faiz oranlarının bölünmesine ve bankacılık

sisteminin finansal aracılık rolünün olumsuz etkilenmesine neden olduğunu savunur (Doğan, 2002:61). Organize finans piyasalarının mevcut olmadığı göz önüne alındığında yatırım ve tasarruf sahipleri arasında bir ayrım olmaksızın bütün ekonomik birimler oto-finance ile işlerlik kazanmaktadır. Mc-Kinnon finansal baskının sonuçlarını şu şekilde özetler (Soydemir, 1998:9).

- Baskı altındaki banka kredileri üzerindeki faizler tercih edilen yatırımcıyla tercih edilmeyen arasında önemli ölçüde değişir.
- Faiz oranlarının negatif olması gerek girişimcilerin gerekse hane halkının oto-finance kaynaklarını artırmalarını, biriktirmelerini engelleyerek yatırımlar için likit varlık birikimini sınırlandırır.
- Bankacılık sistemi kanalıyla ödünç verilebilir fonlar azalır ve dolayısıyla potansiyel yatırımcıların sadece kendi mali kaynaklarına dayanmalarına yol açar.
- Firmaların likit olmadığı ve enflasyonun belirsiz olduğu ortamda bankacılık dışında mali derinleşmenin olması imkansızdır.

Shaw'a göre ise, finansal sektör finansal varlıklar ve finansal sistemler için oluşturulmuş yapılardır. Shaw borcun aracılendirilmesi modelinde, mevduatlara uygulanan faiz oranlarındaki artışın mevduat sahiplerini teşvik ederek bankacılık sektörünün kredi kapasitesinin arttığını göstermektedir. Yüksek reel faizler de yurt dışındaki fonların ülkeye girmesine ve finansal derinliğin artmasına neden olacaktır. Shaw, yurt dışı fonların yurt içi fonlardan daha önemli olduğunu vurgulamaktadır. Ayrıca finansal liberalizasyon ve ona bağlı politikaların gelir dağılımının eşitlenmesine neden olduğunu söyler. Finansal politikalar liberalize edildiğinde ve finansal fiyatlardaki sapmalar ortadan kalktığında veya azaltıldığında likidite rezervi yükselmektedir (Atamtürk, 2003:43).

Görüldüğü gibi Mc-Kinnon ve Shaw'ın fikir ayrılıkları olsa da genel itibariyle yaklaşımları finansal baskı politikalarının büyümeyi olumsuz etkilediği noktasında birbirini tamamlar. (Gündem ve Tunç, 2009:1329). Bu teoriye göre, liberalizasyonun nedeni yatırımların azlığı değil tasarrufların yetersizliğine dayanır. Sorun tasarrufların azlığından kaynaklanıyorsa tasarrufları artırıcı yönde tasarrufa yönlendiren cazip

politikalar oluşturulmalıdır. Reel manada piyasa güçleri tarafından pozitif olarak belirlenecek faiz oranı ekonomide mevcut bulunan atıl fonların bankacılık sistemi gibi organize olmuş finansal bir sektöre kaymasına neden olacaktır. Bu durum yatırımlar için gerekli fonların sağlanmasında önemlidir (Kar, 2008:205).

Mc-Kinnon-Shaw yaklaşımında, gelişmekte olan ülkelerde liberalizasyon sürecinde faiz oranlarının yükselmesiyle tasarrufların artacağı böylece yatırıma dönüştürülebilecek yatırım kaynaklarının artacağı belirtilir. Bu durum ülkedeki büyümeyi hızlandırıcı bir unsurdur. Tasarrufların artması tüketimi azalttığından enflasyonist baskı da ortadan kalkacaktır. Faiz oranlarındaki artış atıl olmayan tasarrufların yatırıma yönelmesini sağlayacaktır. Finansal liberalizasyon mali piyasalarda araç çeşitlenmesine yol açacak ve finansal derinleşmeyi artıracaktır. Böylece finansal sistemin gelişimi sağlanmış olacaktır (Tezer ve Çolak, 1999:274).

Mc-Kinnon-Shaw yaklaşımı finansal liberalizasyon ile finansal sektör analizinin ana teorik temelini oluşturur. Uygulaması çok az istisna dışında beklenen sonuçlara ulaşamamıştır. Özellikle, finansal serbestleşme ile yükselen faizler tasarruf ve yatırımları uyarmada başarısız olurken dış tasarruflar beklenmedik ölçüde artmıştır. İç borçlanmalarda önemli artışlar gözlenmiştir. Büyük banka ve uluslar arası piyasalarla bağlantısı olan işletmeler ucuz kredilere ulaşabilirken, yüksek maliyetlerle yurt içi piyasalarda kredi alan küçük işletmelerin borçları sürekli artış göstermiştir. 1980'li yıllarda serbestleşen finansal piyasalar çökerken, ister istemez hükümetler finansal piyasalara müdahale etmişlerdir (Esen, 1998:25).

2.1.4.1.2 Yapısalcı Yaklaşım

Finansal serbestleşme politikalarının uygulanmasıyla elde edilen bulgular ile bu teorinin öngörülleri arasında görülen uyumsuzluk finansal serbestleşme teorisinin eleştirilmesine neden olmuştur. Bu konuda en önemli eleştiri Taylor'un öncülük ettiği Yapısalcı Okul'dan gelmiştir (Kaya, 1998:7). Yapısalcı yaklaşım Taylor (1983) ve Wijnberger (1982-83) tarafından Mc-Kinnon yaklaşımına tepki olarak doğmuştur. Yapısalcı yaklaşımı savunanlar sınırlanmamış finansal serbestleşmeye karşı çıkmakta ve ılımlı finansal baskılamayı savunmaktadır. Yapısal yaklaşım, McKinnon-Shaw modelinin aksine finansal liberalizasyon sonucu oluşacak faiz artışları gelişmekte olan

ülkelerde maliyeti ve dolayısıyla mark-up fiyatlama gereği fiyatlar genel seviyesini artıracaktır. Bu durum uygulanan finansal liberalizasyon politikalarının enflasyona sebep olacağını göstermektedir (Şengönül vd., 2007:31).

Gelişmekte olan ülkelerde resmi mali piyasaların yanı sıra gayri resmi finansal piyasalar da fon arz ve talebi sürecinde rol oynamaktadır. Böylece gelişmekte olan ülkelerde ödünç verilebilir fonların bir kısmı gayri resmi piyasalara kaymaktadır (Eser, 1996:21-40). Dolayısıyla fon arz eden tasarruf sahipleri ve fon talep eden yatırımcılar hem resmi bankacılık sistemini hem de organize olmayan piyasayı kullanmaktadır. Liberalizasyonla birlikte faiz oranlarının serbest bırakılması fonların organize olmayan piyasalardan bankalara kaydıracaktır. Enformel finans sektörü olarak da adlandırılan bu sektör kaynakların karşılanmasında büyük etkinliğe sahiptir. Yapısalcı ekole göre, enformel sektör ekonomik büyümeyi engellemeyecek aksine büyümeye olumlu etkide bulunacaktır. Resmi olmayan ve bankacılık dışında gelişen bu sektörün çalışması daha verimlidir. Bunun nedeni bu kurumların piyasa ilişkilerinde birebir çalışmalarından mevduat munzam karşılığı gibi herhangi bir miktar hesaplarında tutmamalarıdır. (Kar ve Taş, 2003:168).

Yapısalcı görüş, finansal baskının gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının yükselmesini önleyerek yatırımların ve ekonomik hızlanmanın artacağını enflasyonu ise aşağı çeken bir etki yapacağını savunur. Finansal baskı söz konusu olduğunda tasarrufların artması için resmi örgütlenmemiş para piyasasından mali piyasaların etkin şekilde çalışması gerekir. Bunu sağlayacak olan hane halkının portföy tercihinin söz konusu piyasalardaki fon arzını artıracak şekilde değişmesidir (Tezer ve Çolak, 1999:275).

Fry'a (1988) göre, McKinnon-Shaw ve Yapısalcı modeli birbirinden ayıran temel farklılıklar şu şekildedir (Venet, 2003:65).

- Ücretler dışsal şekilde belirlenir
- Enflasyon, sermaye sahipleri ve çalışanların görece ağırlığına göre belirlenir
- Tasarrufların kaynağı ücretler değil kardanır
- Fiyatlar genel düzeyi, çalışma maliyetleri, ithalat ve üretken sermayenin finansmanı üzerindeki sabit oranlara göre belirlenir

- Gelişmekte olan ülkeler birincil madde ve ara mal ithalatlarına önemli oranda bağımlıdır.

Yapısalcı yaklaşımın öncülerinden Taylor'un analizinin en önemli sonucu; gelişmekte olan ülkelerin mevcut finansal yapılarının, faiz hadlerini rekabetçi piyasa koşullarında düzeltme adına yapılan reformlar ile basit bir biçimde formüle edilemeyeceğidir. Yani finansal serbestleşme reformu başarılı olsa dahi; bu başarı finansal sistemin sermaye birikiminin peşinden dalgalanan istikrarsız bir yapıya dönüşmesine neden olacaktır. Sonuç olarak, yatırım ve teknolojinin merkezi otorite tarafından doğrudan uyarılması ya da yönlendirilmesi sürdürülebilir bir kalkınma için daha istikrarlı bir yöntemdir (Emek, 2000:67).

2.1.4.1.3 Neo-Keynesyen Yaklaşım

Neo-Keynesyen yaklaşıma göre, finansal serbestleşme özellikle gelişmekte olan ülkelerde tasarruf ve yatırımları azaltarak büyüme oranını düşürecektir. Bunun yanında finansal liberalizasyon gelir dağılımını da olumsuz yönde etkilemektedir. Neo-Klasik yaklaşım finansal liberalizasyonu Neo-klasik yaklaşımdan farklı olarak iki başlık altında eleştirmektedir. Bunlar (Atamtürk, 2003:43):

1. Faiz ve gelirin etkileşim mekanizmalarına olan farklılık
2. Mal ve para piyasalarında yapılan ayırımdır.

Neo-Keynesyen yaklaşıma göre, finansal piyasalarda oluşabilecek liberalizasyon sonucu faiz oranlarının yükselmesi tasarruf oranlarını artırıcı etki yapmayacaktır. Bunun sebebi tasarrufların faizin değil gelirin bir fonksiyonu olmasıdır. Bu durumda finansal liberalizasyondan beklenen fon arzı artışı söz konusu olmayacaktır. Bunun yanında faiz oranlarındaki artış yatırım talebini olumsuz etkilemeyecektir. Sebebi yatırımların faiz oranlarıyla negatif ilişkili olmasıdır. Düşük faiz oranları yatırımları ve ekonomik büyümeyi teşvik edecek, büyük kısmı gelir düzeyi tarafından belirlenen tasarruflar ise bundan olumsuz etkilenmeyecektir. Tasarruf oranları dinamik biçimde ele alınmakta ve tasarruf oranlarının yükseleceği varsayılmaktadır. Neo-Keynesyenler bu nedenlerden dolayı finansal serbestleşme ile faiz oranlarında ortaya çıkacak herhangi bir artışın

yatırımların maliyetini yükselteceğini ve yatırımlardan vazgeçireceğini öne sürer (Şengönül vd., 2007:30).

Neo-Keynesyen yaklaşımı Neo-klasik yaklaşımdan ayıran diğer özellik de finansal piyasalar ile mal piyasalarının birbirinden farklı olmasıdır. Mal piyasalarında malın teslimi ve mal bedelinin alıcıdan tahsil edilmesi aynı zamanda olurken finansal piyasalarda verilen kredilerin bedeli taksitli olarak tahsil edilmektedir. Kredi talep edenler kredi arz mercilerini tam bilgilendirmişken kredi arz edenler için aynı durum söz konusu olmayabilir. Bu durum asimetrik bilgi, ahlaki tehlike ve ters seçim gibi piyasanın işlerliğini engelleyen unsurların ortaya çıkmasına sebep olur. Bu gibi unsurların piyasada oluşmasına faizlerin yükselişinin de eklenmesi kredi başvurularının ortalama kalitesini düşürecektir. Borçlanma maliyetinin yüksek olduğu bu ortamda getiri ve risk düzeyleri düşük olan projelerin gerçekleştirme imkanı azalacaktır. Kredi arz edenlerin asimetrik bilgiye sahip olması düşük ve yüksek riskli projeleri ayırmakta negatif etki yapacaktır. Yanlış seçimin yapılması durumunda gelir ve verimlilik kaybı oluşacaktır. Sonuç itibarıyla Neo-Keynesyen yaklaşıma göre, faiz oranlarındaki artış yatırımları caydırıcı etki yaparak efektif talebi daraltmakta ve finansal aksaklıklara yol açmakta ve büyüme hızını düşürmektedir (Bilir, 2006:24).

2.1.4.1.4 Post Keynesyen Yaklaşım

Neo-Keynesyen ve Post Keynesyen yaklaşım Keynes'in kuramında mevcut olmakla birlikte birbirlerinden oldukça farklıdırlar. Bu farklılıkların en önemlisi beklentilerin oluşumu ve yönü ile ilgilidir (Özbilen, 2000:13). Post Keynesyenler ekonomiyi tarihsel süreç içindeki bir oluşum olarak ele alırlar. Ekonomide her türlü faaliyetin gerçekleşmesi için belli bir zamana ihtiyaç vardır. Klasik teoride kararlar bir zaman anında alınır ve varsayım gereği fertlerin hata yapması imkânsızdır. Bu nedenle klasik teoride hata söz konusu değildir ve kaynaklar daima optimal dağılır. Post Keynesyenlere göre ise fertlerin geleceğe ait tahminleri birbirinden farklı olacağı için alacakları kararlar da birbirinden farklıdır (Savaş, 1984:160).

Post Keynesyen yaklaşıma göre finansal yaklaşımın arz ve talep tarafında yer alan iktisadi birimlerin beklentileri içsel olarak oluşur. Beklentilerin içsel olması yatırım projelerinin şimdiki ve gelecekteki getiri ve risklerinin belirsizliğinden kaynaklanır. Riski yüksek projelerden beklenen karlar realize oldukça gelecek konusunda daha

olumlu beklentiler oluşur. Herkes tahminlerine daha fazla güvenir, bunun sonucunda güvenlik marjı daralır (Karademir, 2005:12).

Ekonomik faaliyetlerin istikrarlı dönemlerinde ekonomik birimler, spekülâtif finansmana daha fazla yönelirler. Bir başka deyişle, uzun vadeli projeler tercihen kısa vadeli olarak finanse edilirler. Bu tarz bir finansman, ekonomik birimleri faiz şoklarına ve kredi imkanlarındaki değişmelere karşı daha duyarlı hale getirir. Sonuç olarak, finansal sistem daha kırılgan bir nitelik kazanır (Esen, 1998:27). Post Keynesyenler, ülkelerin ödemeler dengesindeki sorunların çözülmesi konusundaki başarısızlığın, fakirleşmenin temel nedeni olduğunu, bunun sosyal memnuniyetsizliklere, savaşlara ve devrimlere yol açtığını ifade etmektedir. Bretton Woods Sistemi'nin kurulma nedeni, serbest uluslararası sermaye hareketlerinin, serbest ticareti ve tam istihdamı sağlamamasıdır (Onur, 2005:136).

Özetle; Post-Keynesyen yaklaşım, geleceğin belirsiz olduğunu ve böyle bir ortamın spekülâtif hareketlere neden olduğunu savunmaktadır. Post- Keynesyenler, McKinnon-Shaw yaklaşımının tersine, finansal serbestleşme ile hız kazanan sermaye hareketlerinin spekülâtif hareketleri artıracığını ve ekonomik büyümenin olumsuz yönde etkilenebileceğini kabul etmektedirler (Bilir, 2006:26).

2.1.4.1.5 Spekülâtif Gelişme Modeli

Spekülâtif gelişme modeli, Neo-Keynesyen ve Post-Keynesyen yaklaşımların bir sentezi olarak 1995'te Grabel tarafından geliştirilmiştir. Grabel'e göre finansal deregülasyon sonucu artan faiz oranları sayesinde ekonomide yüksek riskli, getirisi yüksek ve kısa vadeli spekülâtif faaliyetlerin artma ihtimalinin olması Neo-klasik teorinin finansal liberalizasyondan beklentilerinin aksine ekonomik büyümenin istenildiği gibi olmamasına yol açabilir (Esen, 1998:24). Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan finansal deregülasyon programlarının dört ana bileşeni vardır. Bunlar;

- Reel mevduat ve kredi faiz oranlarının serbest piyasa düzeyine yükselmesi,
- Mevcut finansal kurumların serbestleştirilmesi,
- Yeni finansal piyasaların, kurumların ve araçların oluşturulması (mali derinliğin oluşması)
- Sermaye hesabının serbestleştirilmesidir.

Bu değişikliklerin arz ve talep açısından çok önemli etkileri vardır. Talep yönünde, finansal serbestleşme programlarının önemli sonuçlar ortaya çıkardığı görülür. şöyle ki yüksek kredi faizleri, riskli yatırımları avantajlı hale getirir, kurumsal yenilikler, kısa vadeli spekülatif yatırımlar için yeni fırsatlar yaratır, kısa ve uzun vadeli faiz farkı artarak spekülatif yatırımlar lehine bir ortam meydana gelmiş olur. Finansal piyasaların arz yönüne bakıldığında ise en önemli soru, finansal serbestleşmenin kreditorlerin davranışlarını nasıl etkilediğidir. Finansal serbestleşme sonucu ortaya çıkan yeni araçlar ve beklentilerin uyardığı kredi işlemlerindeki değişiklikler sonucu kritik faiz oranı değişebilmektedir. Kreditorlerin ve borçluların beklentileri değiştikçe de, kredi arz ve talebi de aynı şekilde artıp azalacaktır (zbilen, 2000:13-4).

Spekülatif gelişme modeline göre, finansal liberalizasyon politikaları, yatırımcıların anlık coşkularıyla birlikte, menkul kıymetlerin fiyatlarında spekülatif nitelikli değerlenmelere, aşırı derecede yüksek faiz hadlerine ve iktisadi aktivitenin sanayi yatırımlarından giderek finansal hareketlere yönelmesine neden olacaktır (Yeldan,2002:1).

2.1.4.1.6 Marksist Yaklaşım

Marksist teoriyi oluşturan Karl Marks'ın ana yapıtlarında özellikle ele alınan finansal liberalizasyon teorisi ya da eleştirisi bulunmamakla beraber Marks, analizinde toplumsal yapıyı kendi ideolojik çerçevesinde bir bütün olarak ele almış ve bütünü oluşturan parçaları analiz ederken bütünden kopmayarak kapitalist işleyişi açıklamaya çalışmıştır. Bu bağlamda 'para', 'sermaye' ve 'para-sermaye' gibi kavramlarla finans alanının geleceği hakkında bir takım görüşler belirtmiştir. Finansal liberalizasyonla ilgili daha önce incelenen yaklaşımların ortak noktası ana akım iktisadın varsayımlarıyla yapısal sorunlarının olmamasıdır. Marksist yaklaşım bu bağlamda kendini diğer finans teorilerinden farklılaştırmaktadır. Daha sonraları Marksist ekole bağlı birçok konuda araştırma yapılmıştır (elik, 2001:183-223).

Marksist iktisatçılara göre son yıllarda yaşanan finansal liberalizasyon, kapitalizmi azalan kar hadleri sonucu girdiği krizden kurtarmak için uygulanan Neo-liberal politikalardan oluşur. Bu sebeple Marksist iktisatçılar finansal liberalizasyon teori ve uygulamalarına karşı tepkilidirler. Marksist teoriye göre azalan kar haddi

gerçeği kapitalizmin bünyesinde barındırdığı ve kaçınmadığı doğallığıdır. Çünkü sermayenin küreselleşme süreci (Demirer, 1993:48);

- Uluslar arası ticaretin azalmasına,
- Pazarın küçülmesine,
- Kitlelerin satın alma gücünün düşmesine,
- Kapitalist birikimin ve kapitalist üretim kapasitesinin daralmasına,
- Kapitalist kar oranlarının düşüşüne,
- Kaçınılmaz resesyona,
- Kronikleşen yoksulluğun yaygınlaşmasına,
- Dünya düzleminde Kuzey/Güney ve toplumsal ölçekte ise emek/sermaye kamplaşmalarının keskinleşmesine yol açmaktadır.

Marksist analizi benimseyen bazı iktisatçılar finansal liberalizasyonu bir sürecin son aşaması olarak görmektedirler. Bu süreçte öncelikle ücretlerin baskı altına alınmasıyla birlikte uygulanan sıkı para politikaları ekonomide üç gelişmeye yol açmaktadır. Bunlar:

- Tüketim azalması (yani talep daralması),
- Enflasyonun düşmesi,
- Yükselen nominal faiz oranlarıdır.

Bu süreç sonucunda büyüme oranları yavaşlamakta ve reel faizler yükselmektedir. Bunu artan kamu açıkları ve kamu borçlanma gerekliliğinin artması izlemektedir. Bu sürecin sonunda finansal liberalizasyon gündeme gelmekte ve reel faizlerdeki artış süreklilik kazanmaktadır. Bundan sonra ekonomi finansal spekülasyonlara açık hale gelmekte ve finansal istikrarsızlık tablosu kalıcı olmaktadır (Başkaya, 2004:162).

2.1.4.2. Washington Uzlaşısı

1980'li yıllarda Latin Amerika ülkelerinin neredeyse hepsinin ağır borç yükleri vardı ve yüksek enflasyon koşullarında belirsizlik yaşıyorlardı. Kamu finansmanı,

ticaret hadlerinin kötüleşmesi ve uluslar arası faiz oranlarındaki yükselmeler nedeniyle çöküş halindedir. Faiz oranlarındaki artış hem dış borç maliyetini artırmış hem de durgunluk, ekonomik istikrarsızlık, devalüasyon beklentisini ve yüksek vergi oranlarıyla birlikte sermaye çıkışına sebep olmuştur. 1970'lerdeki genişletici maliye politikaları ile ortaya çıkan cari işlemler açıklarının karşılanması için dış borca yönelinmesiyle borçların çoğalması ve enflasyon oranlarının yükselmesi çöküşün diğer nedenleridir. Çöküşü çözüm bulmak ve yapısal düzenlemeler için Washington Uzlaşısı uygulanmaya başlamıştır (Benderli ve Görenel, 2006:191).

Washington Konsensüsü terimini ilk kez 1990 yılında yayınladığı çalışmada kullanan John Williamson'dır. Williamson'a göre, 1989 yılında Washington kurumlarınca, Latin Amerika'ya önerilen ve üzerinde askeri düzeyde anlaşma sağlanmış yapısal uyum ve istikrar politika setini isimlendirmek amacıyla bu terim kullanılmıştır. Washington Konsensüsü, belli bir coğrafya (Latin Amerika) ve belli bir tarihe (1989) yönelik olarak kullanılmış fakat ilerleyen yıllarda söz konusu terim farklı anlamlar taşımıştır. Daha geniş anlamda 1980 sonrası IMF, Dünya Bankası, Amerikan Hazine Dairesi ve Amerikan Merkez Bankası'nın finans çevreleri ile anlaşarak, dünya ekonomisinin merkezinde piyasanın olduğu neoliberal iktisat politikalarıyla dönüşüme uğratmayı amaçlayan politikalar setini ifade etmektedir (Çetiner, 2002:17-46).

1980'lere kadar geç endüstrileşen ülkelerin çoğu batının endüstrileşmiş ülkelerini yakalamak amacıyla ithal ikameci politikaları uygulamaya başlamıştır. Bu politikalar görünürde, ulusal ekonomileri uluslararası rekabetten koruyan politikalarlardır. Merkez-çevre arasındaki iş bölümü olarak incelendiğinde ise, kuralların aslında merkez ülke tarafından belirlenmesi ve çevrenin az gelişmişliği nedeniyle bu kurallara uyması şeklinde şekillenmiştir. Merkez ülke özellikle ABD az gelişmiş ülkelere yapacakları yardımlarda ithal ikameci politikaların kabul edilmesini temel koşul haline getirmiştir. İkinci Dünya Savaşı sonrasında az gelişmiş ülkelerin merkez ülkelere bağımlılığı artmış ve çevre ülkeler sanayileşme ve ihracat yerine merkez ülkenin yardımları ile merkezden alınan borçlarla beslenir bir yapıya dönüşmüştür (Benderli ve Görenel, 2006:183-85). Williamson, Konsensüsü'nün içeriğini on başlık altında maddeleştirmiştir. Bunlar (Çetiner, 2002:17-46).

1. Enflasyon ve ödemeler dengesi krizlerine yol açan açıkları önlemek üzere mali disiplin
2. Kamu harcamalarının daha verimli alanlarda yeniden düzenlenmesi
3. İlimli vergi oranlarıyla, geniş bir vergi tabanını birleştirebilen vergi reformu
4. Faiz oranlarının liberalizasyonu
5. Rekabetçi döviz kurları
6. Ticaretin liberalizasyonu
7. Doğrudan yabancı yatırımlarının serbestleştirilmesi
8. Özelleştirme
9. Deregülasyon (mal ve faktör giriş çıkışlarının önündeki engellerin kaldırılması)
10. Mülkiyet hakkının güvenceye alınmasıdır.

1970 ve 1980’li yıllara bakıldığında Washington uzlaşısı ile ilişkili gelişmelerle ortaya çıkan sorunlar şu şekilde özetlenir. Kısa vadeli kredilerin değişken oranlarının uzun dönem kalkınma ve büyüme girişimleriyle uyuşmayan ve kriz dinamiklerinin ortaya çıkmasıyla oluşan riski, hükümetler üstlenmiştir. Faiz oranlarındaki artış, yeni kredi arzının azalmasına, geçmişte alınan borçların vadelerinin dolmasına ve borçlu ülkelerden net kaynak çıkışına neden olmuştur. Bu durum ülkelerdeki tasarrufların yatırıma dönüşmeyip borçların giderilmesi yönünde kullanılmasına sebep olmuştur. Dış borç sorununun derinleşmesi ve diğer makroekonomik değişkenler üzerindeki olumsuz ve derin etkileri 1980’li yılların ‘kayıp yıllar’ olarak tarihe geçmesine sebeptir. (Dornbush, 1989:7-22).

Washington Uzlaşmasının en zayıf yönü sermaye akımlarına erken açılma yani ülkelerin yeterli alt yapıyı ve makroekonomik dengeleri kurmadan finans ve sermaye akımları liberalleşmesine gitmeleridir. Böylece, belirli bir dönem kısa vadeli sermaye hareketleri ile kalkınan ülkelerde büyümenin hızlı olduğu fakat uzun süreli olmadığı görülür. (Yavuz, 2007:27-29). Washington Uzlaşısına yönelik yapılan eleştirileri genel itibariyle aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Hayami, 2003:40-65):

1. Borç krizinde çıktıktan sonra Latin Amerika ülkeleri sürdürülebilir iktisadi büyümeyi sağlayamamıştır.
2. Bölgesel finans piyasalarının düzensizliğinden dolayı Doğu Asya ekonomileri 1990’ların sonunda kriz yaşamıştır.

3. Yapısal uyum programları düşük gelirli ülkelerde (örneğin, Afrika) yoksulluğun azaltılmasını ve iktisadi büyümeyi gerçekleştirmede başarısız olmuştur.

2.1.4.3. Finansal Liberalizasyon ve Krizler 10 Yılı

Dünyada bugüne kadar yaşanan krizlere bakıldığında zaman pek çok ortak özelliği olduğu ancak hiçbir krizin birbirinin aynı olmadığı görülmektedir (Perelman, 2008:30). 1980'li yılların başlarından itibaren uygulamaya konulan finansal reform süreci, kesintilere uğramasına rağmen birçok ülkede devam etmektedir. Bu süreci iki aşamada incelemek mümkündür. Reformların ilk aşamasını 1980'lerden başlayan ve 1990'lı yıllara kadar devam eden dönem oluşturmaktadır. Bu dönemde birçok ülke mali piyasalarla ilgili finansal baskı döneminden kalma yasaları kaldırmaya yönelik düzenlemelere gitmiştir (Seyidoğlu, 2003:141-56). Finansal liberalleşme döneminde (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:101-4);

- Faiz sınırlamaları kaldırılmış,
- Kredi politikaları değiştirilmiş,
- Bankacılık sektörüne giriş çıkışı serbest hale getirecek düzenlemeler yapılmış,
- Yabancı sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar kaldırılmış
- Menkul kıymet borsaları kurulmuş ya da bu borsaların daha aktif hale gelmesini teşvik eden politikalar yürürlüğe konulmuştur.

Ancak bu dönemde birçok ülke değişik düzeylerde finansal krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Bu ülkelerden Arjantin, Filipinler, Finlandiya, Gana, İsrail, İsveç, Norveç, Şili, Tayland, Türkiye, Uruguay ve Venezüella ciddi krizler yaşamıştır (Demirgüç ve Detragiache, 1998:81).

1990'lı yıllardan itibaren başlayan ve günümüze dek süregelen zamanda ise ekonomide daha çok yapısal düzenlemelere yönelik çalışmalar yapılmaktadır. Bu düzenlemelerin temel amaçları; makroekonomik istikrarı sağlamak, kredi piyasasında yanlış seçim ve etik problemleri gibi asimetrik bilgi'den kaynaklanan aksaklıkları gidermektir. Bunu sağlamak için şu amaçlar hedeflenmiştir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:104):

- Finansal kurumlara yönelik etkin bir denetleme ve gözetleme mekanizması kurmak,
- Bankacılık sektöründe rekabeti sağlamak,
- Ulusal kredi piyasası ile uluslararası kredi piyasaları arasındaki kopuklukları gidermek
- Menkul kıymet borsalarının dünya borsalarıyla entegrasyonu sağlamak

Bu aşamanın henüz tamamlanmadığı birçok gelişmekte olan ülkenin ikinci dalga reform sürecinin henüz başında olduğu görülmektedir. Finansal inovasyonlara uyum sağlayamayan ülkelerin bu zaman zarfında geçirdiği ekonomik krizleri şu başlıklar altında inceleyelim:

- Latin Amerika Krizler
- Meksika Krizi
- Güneydoğu Asya ve Rusya Krizleri
- Türkiye Krizleri

2.1.4.3.1 Latin Amerika Krizi

Finansal krizlerle en sık karşılaşan ülkelerin başında Latin Amerika ülkeleri gelmektedir. Cari işlemlerindeki büyük açıklar ve buna bağlı olarak oluşan düşük büyüme, yüksek işsizlik oranları, kredi kullanımındaki fiyat-maliyet dengesinin bozulması kriz öncesinde Latin Amerika'da yaşanan gelişmelerden bir kaçıdır. Bu sorunların sabit döviz kuru kısıtlamalarından kurtularak genişletici para politikası uygulamaları ile aşılabileceği düşüncesi finansal krizleri beraberinde getirmiştir (Akdiş, 2000:61).

1980 öncesinde Latin Amerika ülkelerinin birçoğunda görülen yüksek enflasyon ve ulusal paranın aşırı değer kazanması, kişileri tasarruflarını değişik finansal aktifler arasında paylaşmak yerine, döviz cinsinden tutmaya yöneltmiştir. Ayrıca mevduat munzam karşılıklarının çok yüksek oranlarda olması ticari bankaların özel sektörün yatırımlarını finanse etmesini engellemiştir. Latin Amerika ülkelerinin bir çoğunda 1980 öncesinde menkul kıymet borsaları bürokratik engellemeler nedeniyle

gelişmemiş ve 1980'li yılların ortalarına kadar hisse senetlerinin piyasa değerindeki düşüş sürmüştür (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:105).

Bankaların kredi portföyleri hakkında yeterli bilgi vermeyişi, yerli ya da yabancı bağımsız denetleme kurumlarınca bankaların denetlenmemesi, mevduata verilen garantiler nedeniyle bazı holding bankalarının topladıkları kredileri kendi bünyelerindeki şirketlere usulsüzce aktarmaları, şüpheli alacak karşılıklarının düşük olması vb. nedenler yüzünden verimsiz kredilerin oranı yükselmiştir. 1982 yılındaki borç kriziyle birlikte verimsiz kredilerin oranı bankaların toplam portföyünün % 20'sine ulaşmıştır (Edwards, 1995:207).

1982 yılındaki borç krizi Latin Amerika ülkelerine akan yabancı sermayenin durmasına ve izleyen dönemde ulusal tasarrufların artması için yeni yöntemler aranmasına yol açmıştır. Finansal reformların uygulanmaya konulduğu dönemde Latin Amerika ülkelerinin birçoğu %50 ila %200 arasında değişen enflasyon ve devasa bütçe açıklarıyla karşı karşıya kalmıştır. Kurtarma operasyonlarının neden olduğu aşırı parasal genişleme, izlenen yapısal uyum politikalarının sürdürülmesini imkansız hale getirmiş ve bir müddet sonra Arjantin ve Şili'de devlet yeniden mali sektörü denetim altına almak zorunda kalmıştır. Ancak bu durum çok uzun sürmemiş ve bir müddet sonra her iki ülke yeniden finansal serbestleşme politikalarına geri dönmüşlerdir. Öncelikle mali durumu kötü olan bankalar kamulaştırılmış daha sonra yeniden özelleştirilmişlerdir. (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:106-7).

2.1.4.3.2 Meksika Krizi

Meksika 1980'li yılların ortalarında kamu maliyesini ıslah programıyla birlikte özelleştirmeye yönelmiş ve büyük çapta finansal reformlar izlemiştir. Aynı zamanda dış borçlarını yeniden yapılandırmış ve Kuzey Amerika Serbest Ticaret Anlaşmasını (NAFTA) imzalayarak dış ticaretini serbestleştirme yönünde önemli mesafeler kaydetmiştir. 1982 yılında kamulaştırılan 18 kamu bankası 1990'lı yıllarda özelleştirilmiştir. Bunların yanında diğer Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Meksika'da da faiz oranları serbest bırakılmış, kredi sınırlamaları ve bankaların kasalarında likit tutma zorunluluğu kaldırılmıştır. Bu uygulamalar başlangıçta on yıldan

uzun bir zamandır çok düşük büyüme oranına ve yüksek bir enflasyona sahip olan Meksika ekonomisinin canlanmasını sağlamıştır (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:108-111).

Meksika krizin doğmasına, ülkeye giren uluslar arası sermayenin hızla büyümesi ve bunun sonucunda pesonun aşırı değer kazanması ile cari işlemler dengesinin açık vermesi sebep olmuştur. Bütçe açıklarının finansmanında borçlanma yoluna gidilmesi ise dolara endeksli Tesebonds'ların devlet borçları içindeki ağırlıklarının artması sonucunu doğurmuştur. Kriz konusundaki bekleyişlerin 1994 yılı başlarında yoğunlaşması üzerine kısa vadeli bonolara karşı duyulan güven sarsılmış, faiz oranları yükselme eğilimine girmiş, 1994 yılının sonunda yaşanan panik ile birlikte, ülke döviz rezervleri 26 milyon dolardan 6 milyar dolara gerilemiştir. Olayın devamında büyük bir devalüasyonun oluşması finansal krize ortam hazırlamıştır (Sağlam, 1998:41).

Bankaların kredi portföylerindeki belirgin kötüleşme nedeniyle 1995 yılından itibaren banka kredilerinin artış hızı büyük oranlarda yavaşlamıştır. Meksika hükümetinin 20 Aralık 1994 tarihinde döviz kuru bandını %15 oranında genişletme kararından sonra, pezo beklenenden çok daha hızlı bir şekilde değer kaybetmeye başlamış, uluslararası rezervler iki gün içinde 5 milyar dolar eridikten sonra bunun yeterli olmayacağı düşünölmüş ve 22 Aralıkta pezo dalgalanmaya bırakılmıştır. Bu durum faiz oranlarının fırlamasına yol açmış ve bankaların portföylerinin bozulmasını hızlandırmıştır. Panik içindeki uluslararası yatırımcılar hızlı biçimde fonlarını geri çekmeye başlamışlar ve krize neden olmuşlardır. Meksika'daki kriz bölgeye hakim olan güvensizlik nedeniyle diğer Latin Amerika ülkelerine de sıçramış ve bölge ülkelerinin borsalarında önemli düşüşlere neden olmuştur. Krizle birlikte Meksika'ya yönelik portföy yatırımları azalmış ve 1995 yılında Meksika ekonomisinden yaklaşık 3.4 milyar dolarlık portföy yatırımı çıkmıştır (IMF, 1998).

2.1.4.3.3 Güneydoğu Asya ve Rusya Krizi

Güneydoğu Asya Krizi öncesinde Endonezya, Güney Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland yoğun olarak sermaye akımına uğramışlardı. Yoğun sermaye girişlerinin özellikle kısa dönemli sermaye hareketlerinin, düzensiz finansal serbestleşmeden kaynaklandığı söylenebilir. Düzenli bir finansal serbestleşme kısa dönem borçların ilerlemesini önleyebilir ancak finansal serbestleşme doğru sırayla yapılmadığında,

özellikle de etkin bir denetleme sistemi olmadığında finansal krizlere sebep verebilir (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:116).

1997 Asya krizinin nedenleri konusunda iki ana yaklaşım vardır. Birinci yaklaşım, krizin öncelikle bölge ülkelerindeki yapısal ve politik bozuklukların bir sonucu olarak meydana geldiğini ileri sürmektedir. Bu görüşe göre temellerdeki dengesizlikler 1997 yılındaki para ve finansal krizi tetiklemiştir. Kriz başladıktan sonra, piyasanın aşırı reaksiyonu ve piyasa aktörlerinin sürü davranışı sonucunda, kurlarda, varlık fiyatlarında ve ekonomik aktivitede başlangıçtaki zayıf ekonomik ve finansal koşulların haklı göstereceğinden büyük bir çöküş yaşanmıştır. İkinci yaklaşımda ise, 1997'deki finansal karmaşayı ve onun zamanla yayılmasını, piyasa beklentilerinde ve yatırımcı güveninde ani farklılaşmaya bağlamaktadır. Bu görüştekilere göre krizin derinlik ve genişliğinin temellerdeki kötüleşmelerden ziyade, yerli ve yabancı yatırımcıların sergiledikleri panikten kaynaklandığı ileri sürülmektedir (Seyidoğlu, 2006:180).

Güneydoğu Asya ülkelerinde özellikle 1994 yılından itibaren parasal türevlerin alış verişi ve banka kredilerinin toplam hacmi, reel iktisadi faaliyet artışı ile bağlantısız oranda artmıştır. Örneğin 1997 yılında Tayland ve Endonezya'da banka kredileri toplamı GSYH (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla)'nın sırasıyla %150 ve %170'sine yükselmiştir. Kredilerin iç kaynaklara ziyade dış kaynaklara dayandırılıyor olması, sektörü döviz dalgalanmalarına karşı son derece hassas konuma getirmiştir. Krize uğrayan Asya ülkelerinde 1990'lı yılların ilk yarısından itibaren bankacılık sistemini denetleme ve düzenleme mekanizmalarında iyileşmeler başlamış fakat yeterli olmamıştır. Bütün bunlara finansal kurumların risk yönetimindeki başarısızlıkları da eklenince kötü kredilerin oranında büyük artışlar görülmüştür. Tayland'da başlayan Asya krizi diğer bölge ülkelerini hızla etkilemiştir. Endonezya, Güney Kore, Filipinler ve Malezya borsalarında hisse senetlerinin piyasa değerleri, fiyatları ve işlem hacimleri düşmüştür (Akdiş, 2000:61-4).

1997 yılı sonunda başlayan Güneydoğu Asya Krizi Rusya'yı olumsuz etkilemekteydi. Asya ülkelerindeki krizin resesyona dönüşmesi ve petrol talebinin daralmasıyla zaten varil başına 10 dolara kadar düşmüş olan petrol fiyatlarının daha da gerileyeceği düşünülüyordu. Petrol ve diğer emtia fiyatları 90 milyar dolarlık ihracatının

yaklaşık üçte biri sadece petrol olan ve 33 milyar dolarlık bütçe gelirlerinin %40'ı petrol satışlarından gelen Rusya için çok büyük anlam ifade ediyordu. Petrol fiyatlarının hızla gerilemesiyle, Rusya'nın önemli bir finansman kaynağı azalmış ve 1997 yılı sonunda GSYH' sının %7,5' u (25 milyar dolar) büyüklüğüne gelmişti. Hükümet, bütçe açığını finanse edebilmek için tahvil bono piyasasından çok fazla borçlanmak zorunda kalmıştı.(Özel, 2005:93).

Rusya'yı krize iten sebepler genel olarak şu şekilde sıralanmaktadır: (Akdiş, 2000, 86-87)

- Kronik bütçe açığı ve buna bağlı olarak iç ve dış borç stokunun giderek azalması
- MB tarafından uygulanan sıkı para politikalarının sonucunda rublenin aşırı değerlenmesi
- Bankacılık sektörünün yeterince gelişmemiş olması
- Ülkedeki ekonomik faaliyetlerin yarısından fazlasının kayıt dışı yapılması ve bundan dolayı devletin yeterince vergi toplayamaması,
- Devlet başkanı ile parlamento arasındaki iktidar mücadelesinin ülkeyi daimi bir siyasi gerginlikte tutması ve bunun reform çabalarının hızını kesmesi,
- Asya krizinin etkisiyle dünyada düşen hammadde fiyatlarının çoğunluğu hammaddeye dayalı olan Rusya ihracatını olumsuz etkilemesi
- Asya krizinden itibaren uluslar arası yatırımcıların finansal yatırımlarını Rusya'dan hızla çekmeleri, ülkenin döviz rezervlerinin hızla erimesi ve bu gelişmelerin hazineyi yüksek faiz politikasına zorlamasıdır.

Rusya'nın ekonomik sistemini ayağa kaldırmayı amaçlayan IMF'nin 22,6 milyar dolarlık yardımı 1998 yılının Temmuz ayında onaylanmış ancak geç kalmıştır. IMF'den gelen bu fon devalüe olmuş rublenin desteklenmesinde kullanılmıştır. Sadece hazine bonusu faizleri geçici olarak düşmüştür. Sıcak paranın kaçıışı için bu olaylar son fırsat olarak değerlendirilmiştir. Krediler ne kadar büyük olursa olsun Rusya'nın devlet ağırlıklı ekonomisini düzeltmeye yetmemiş, kriz sinyalleri alan dış yatırımcılar kredilerini geri çağırılmışlardır. Uluslararası sermayenin ülkeden çıkışı ile birlikte Imperial Bank kapanmış, iki büyük tasarruf bankası olan SBS Agro ve Inkombank zor duruma düşmüştür. Bankalardan mevduat çekilişinin hızlanması üzerine Rusya MB

piyasaya likidite enjekte etmiş ancak bu durum rezervleri eritmiştir. Daha sonra ise ruble dolara karşı devalüe edilmiş ve 1 ruble 6 dolardan 9.5 dolara çıkmış, döviz üzerine sermaye hareketlerine sınırlama getirilmiş ve sonuç olarak 90 günlük moratoryum ilan edilmiştir. Ödeme sistemleri durdurularak Lehman Brothers, Inkombanj, Unexim ve SBS Agro bankaları hesapları dondurulmuştur.(Akdiş, 2000:85).

2.1.4.3.4 Türkiye Krizleri

1980 öncesinde uygulanan finansal baskı politikaları, Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi Türkiye’de de finansal piyasaların gelişmemesine ve tasarruf oranlarının düşmesine yol açmıştır. 1994 yılının ilk çeyreğinde ekonominin bir kriz eşiğine gelmiş olması, kalıcı önlemler içeren ve bozulan dengeleri kısa sürede yerine getirecek bir istikrar politikası uygulanmasını gerekli kılmıştır. Bu amaçla hazırlanan 5 Nisan paketi kısa vadeli olarak enflasyonu düşürüp, mali piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamayı, orta vadede ise mali piyasalardaki istikrarsızlığın temel nedeni olan yüksek kamu açıklarına ve dış açığa kalıcı çözümler getirerek uzun vadede sürdürülebilir büyümeyi sağlamayı amaçlamıştır (Kesriyeli, 1997:24).

24 Ocak 1980 istikrar kararları ile iki önemli tercihte bulunulmuştur. Bunlar; enflasyonun önlenmesi ve dış ödeme sorunu yaşamamak için ihracatın arttırılmasıdır. Diğer yandan yatırım ve üretimin arttırılması, istihdamın arttırılması ve sosyal güvenliğin sağlanması gibi amaçlar da söz konusudur. Bu amaçların gerçekleştirilmesi için, dışa açık serbest piyasa koşullarının uygulandığı, ihracata dayalı bir ekonomik yapılanma içine girilmiştir. Bu çerçevede dış ticarete korumacılık ve miktar sınırlamaları kaldırılmış, sabit kur rejimi terk edilmiş ve ihracata yönelik üretim her yönüyle teşvik edilmiştir. 1980 yılından itibaren aşama aşama uygulamaya konularak, Gümrük Birliği anlaşmasıyla liberalizasyon süreci tamamlanmıştır (Özatay, 1995:17).

1997 yılında yaşanan Asya ve 1998 yılındaki Rusya krizlerinden Türkiye ekonomisi büyük ölçülerde etkilenmiştir Bu krizlerin ilk etkileri IMKB’de yaşanmış ve hisse senetlerinin piyasa değerlerinin GSYİH’ya oranı 1998 yılında bir önceki yıla oranla yarıya düşmüştür (Özbilen, 1999:174).

Rusya'daki kriz sırasında Türkiye'den 4,5 milyar dolara yakın sermaye çıkmıştır. Sermaye çıkışına paralel olarak MB döviz rezervlerinde belirgin bir azalma kaydedilmiştir. Ağustos ayı başında 26 milyar 305 milyon dolar olan döviz rezervleri 28 Ağustos'ta 21 milyar 965 milyon dolara inmiştir (TCMB, 2001:1-85).

Rusya'daki krizin derinleşmesi üzerine 11 Aralık 1998'de yeni bir kriz önleme paketi hazırlanmıştır. Pakette kısaca ihracatı attırmak için Eximbank'a kaynak aktarılması ve yatırımcıların Eximbank kredilerinden daha fazla yararlandırılması, tüketici kredileri üzerinden alınan kaynak kullanma priminin düşürülmesi ve Türkiye'ye dampingli ithalatın önlenmesi kararlaştırılmıştır. 1998 yılında ayrıca vergi reformu yapılmış ve mali milat olarak adlandırılan kaynakların bankalarda 1 gün süreyle bloke edilmesi zorunluluğunu getiren ve bunun yapılması halinde geçmişe yönelik inceleme yapılmayacağını taahhüt eden yasa kabul edilmiştir. Sonuçta 25 milyar dolara yakın para, sermaye artırım ve yeni şirket kurulması yoluyla 4 milyar dolarlık döviz bankalara yatırılarak kayıt altına alınmıştır. (Karluk,1999: 423)

Türkiye, Asya ve Rusya krizlerinin ve 17 Ağustos depreminin ardından, Aralık 1999'da IMF ile yeni bir Stand-by antlaşması imzalamış ve 2000 yılında enflasyonla mücadele programını yürürlüğe koymuştur. Türkiye 2000 yılında IMF ve Dünya Bankasının desteğini alarak üç haneli rakamlara ulasan enflasyon oranlarını düşürmek için bir dezenflasyon programını uygulamaya koymuştur. Enflasyonun artmasındaki temel etkenin kamu açıklıkları olduğu ve bu açıkların kamu kesimindeki finansman yönetiminden kaynaklandığı kabul ediliyordu. Bu amaçla bir yandan kamu harcamalarının kısılması, diğer taraftan da vergi gelirlerinin artırılması gerektiği kararlaştırılmıştır. Bunlara ek olarak, IMF ve Dünya Bankasından sağlanacak uzun vadeli ve düşük maliyetli kredilerle, yüksek reel faizli ve kısa vadeli iç borçlanmanın azaltılması hedeflenmiştir. Bu doğrultuda faiz dışı bütçe fazlasının 7,5 milyar dolar fazla vermesi temel hedef olarak ortaya konulmuştur (Güloğlu ve Altunoğlu, 2002:127).

Yabancı fon yöneticileri yatırımlarını tasfiye etmeye başlamış ve kredileri kesmişlerdir. Böylece yaklaşık 4 milyar 800 milyon dolarlık portföy yatırımı ülkeden çıkmış ve devalüasyon beklentisi içindeki bankalar açık pozisyonlarını kapatmak telaşıyla döviz taleplerini artırmışlar ve piyasa da likidite sıkıntısı başlamıştır. MB artan likidite ihtiyacına karşılık, IMF programı çerçevesinde belirlenen döviz rezervlerini

minimum seviyede tutmak ve parasal tabanı net dış varlıklardaki artış oranında yükseltmek hedefleri uyarınca piyasa likidite vermemiştir. Döviz talebindeki artış faiz oranları artırılarak frenlenmek istenmiştir. Faizlerin aşırı derecede yükselmesi sonucunda bünyesinde çok fazla DİBS bulunduran Demirbank'a el konulmuş ve TMSF'na devredilmiştir. Diğer bankalara el konulacağı kaygısı paniğe yol açmış ve 22 Kasımda bankalararası piyasalarda ortalama gecelik faiz % 110.8'e çıkmış ve en yüksek değer olarak da % 210'a ulaşmıştır. 15 Kasımda 13256 olan IMKB 100 endeksi sürekli azalarak 4 Aralıkta 7329 puana gerilemiştir. Panik havasını dağıtmak isteyen MB piyasaya para sürmek zorunda kalmıştır. 17 Kasım 2000 tarihinde 24 milyar 433 milyon dolar olan MB brüt döviz rezervi 1 Aralıkta 18 milyar 942 milyona inmiştir (TCMB, 2001:1-85).

Kasım krizinin daha da derinleşmesini IMF'nin 7.5 milyar dolar tutarında ek kredi vermesi ve halkın her şeye rağmen TL'den dövize geçmemesi önlemiştir (BSBİG, 2001:5-45).

19 Şubat 2001'de Başbakan ve Cumhurbaşkanı arasındaki siyasi tartışmayla, Kasım krizi nedeniyle zaten hassas olan piyasalar altüst olmuş ve döviz krizi kendini göstermiştir. Kasım krizinde TL pozisyonlarını koruyan insanların da Şubatta dövize hücum etmeleri sonucu döviz kuru üzerindeki baskı artmış, MB krizi izleyen iki gün boyunca rezervlerini eritmek pahasına piyasaya müdahale etmiştir. Ancak MB 22 Şubat 2001 tarihinde, döviz kuru çıpasının yürürlükten kaldırılıp dalgalı kura geçildiğini ilan etmek zorunda kalmıştır. Dalgalı kura geçiş kararından sonra dolar 688 bin TL civarından 962 bin TL'ye yükselmiştir. Artan döviz talebi yüksek faiz silahıyla durdurulmak istenince gecelik interbank faiz oranları en yüksek %50'den, % 6200'e çıkmış daha sonra hızlı biçimde düşerek Şubat ayı sonunda %103'lere inmiştir. 16 Şubatta 10169 puan olan borsa endeksi, 19 Şubatta 8683 puana inmiştir (TCMB, 2001:1-85).

2.2. FİNANSAL SİSTEMİN KORUNMASINA YÖNELİK DÜZENLEMELER (BASEL UZLAŞILARI I-II-III)

Uluslar arası Ödemeler Bankası- Bank for International Settlements (BIS) bünyesinde kurulan Basel Bankacılık Gözetim ve Denetim Komitesi İsviçre'nin Basel şehrinde 1974 yılının sonlarında G-10 ülkelerinin MB'ları tarafından kurulmuştur. Komite üyeleri; ABD, İngiltere, Almanya, Fransa, İtalya, Hollanda, Japonya, Kanada, Belçika, İsveç, İsviçre ve Lüksemburg'tur. Komite, üye ülkeler arasında denetime ilişkin konularda birlikte çalışmayı sağlayacak bir düzen ve standart oluşturmak için çalışmaktadır. Aynı zamanda uluslar arası bankacılıkta denetim kalitesinin artırılmasını ve uluslar arası denetim alanındaki farklılıkların ve eksikliklerin giderilmesi amaçlanmaktadır. Komite düzenlemelerinin yasal bir yaptırımının olmamasına rağmen dünyada geçerli standartları oluşturduğundan oldukça yaygın kullanılmaktadır (Ateş, 2003:65).

Basel komitesi tarafından sermaye yeterliliğine ilişkin ilk düzenleme 1988'de yapılmıştır. Temel amaç, uluslar arası bankacılık sisteminin istikrar ve güvenilirliğini korumak ve farklı ülkelerdeki uygulamalarda istikrar sağlayarak uluslararası bankalar arasındaki rekabet eşitsizliğini minimum düzeye getirmektir. Kredi riski üzerinde yoğunlaşan anlaşmaya daha sonra piyasa riski de ilave edilmiştir. Ayrıca faiz oranı riski, likidite riski, yasal ve itibari risk gibi açık olarak belirtilmemekle birlikte sermaye yeterliliği oranı belirlenirken bu riskleri içeren tampon görevi görmüştür (Kanat, 2003:5).

Basel I uzlaşmaları, bir bankanın iflas etmesi durumunda mevduat sahiplerinin karşılaşacağı maliyetleri en aza indirmek için minimum düzeyde tutulması gereken sermaye üzerinde odaklanmıştır (Yayla ve Kaya, 2005:2). Basel I Uzlaşmasına göre bankalar, taşıdıkları riskleri karşılamaya yetecek kadar sermaye bulundurmak zorundadır. Basel I Uzlaşması tüm bankaların sermaye tabanının toplam risk ağırlıklı aktiflere (bilanço içi ve dışı aktifler) oranının en az %8 olmasını öngörmektedir. Risk ağırlıklı sermaye yeterliliği standardı, bankaların ya da kredi portföylerinin kalite notları arasındaki farkları göz ardı ederek benzer yapıdaki aktiflerin önceden belirlenmiş yüzdelerle ağırlıklandırılma esasına dayanır. Kredi riskinde riski ölçmedeki temel kriter

OECD üyeliği idi. Bu durum OECD ülkelerini uluslar arası rekabette avantajlı hale getirmiştir. Fakat Basel I anlaşmalarının, bankaların sadece kredi riskini ölçmeye yönelik olması ve bu ölçümde OECD ülkelerinin baz alınması ile ülkelerin OECD üyesi olup olmadığına bakılması, bankalararası kalite farkının gözetilmemesi bir çok eleştiriye sebep olmuştur. Bu eleştirileri dikkate alan BIS düzenleme yaparak 1999 yılında Basel II uzlaşmalarını yayınlamıştır (Teker ve Turan, 2003:71-81).

Basel II uzlaşmaları, bankaların bulundurulması gereken asgari sermaye miktarını riske göre belirlemeye yönelik bir düzenlemedir. Basel II sermaye yeterliliği düzenlemesi 1999 yılında sermaye hareketlerinin yoğunlaşması, bankaların kredi portföylerinin performansının düşmesi, sermaye yeterliliğini karşılama ihtiyaçları ile bankacılık sektörünün daha karmaşık bir hal alması, menkul kıymetleştirme ve kredi türevleri gibi yeni finansal enstrümanların ortaya çıkması ile yayınlanmıştır. Basel II düzenlemelerinde, risk yönetimi ile sermaye yönetiminin ölçülmesi ve riskin kontrol altına alınması amaçlanmıştır (Oktay ve Temel, 2007:164-5).

Basel II uzlaşmaları, 2007-2008 yıllarında birçok ülkede devreye girmiştir. Basel II standardına geçişle birlikte finans kurumları üzerinde ulusal ve uluslar arası denetim güçlendirilecek ve piyasa düzeninde süreklilik sağlanacaktır. Böylece sermaye yeterliliği ölçümlerinin etkinliği arttırılacak ve sağlam, etkin bir bankacılık sistemi oluşturularak finansal istikrara katkıda bulunulacaktır (BDDK, 2006:1).

Basel II'de temel olarak bankacılık sektöründe bilinçli bir risk yönetimi oluşturulacağından niteliksel veya sayısal herhangi bir sorun olduğunda, bu sorun risk yönetimi tarafından hızlı bir şekilde teşhis edilebilecektir. Eğer bankalar risk ölçümlerinde uluslar arası kabul görmüş metotları kullanmıyorlarsa bankaların sermaye ihtiyaçları katlanarak artacaktır ve bu durum firmaların kullandıkları kredi maliyetlerine yansıtacaktır (TBB, 2004:2).

Basel II ile beklenen faydalar şu şekilde sıralanmaktadır (BDDK, 2006:3):

- Bankalarda risk yönetiminde etkinliğin artması
- Bankaların aracılık fonksiyonlarını daha etkin şekilde yerine getirmesi
- Bankaların sermaye düzeyleri maruz kaldıkları risklerle paralellik göstermesi

- Bankalar tarafından kamuya açıklanacak bilgiler ile piyasa disiplininin artması
- Bankaların müşterisi olan firmaların da kurumsal yönetim yapılarının iyileşmesi

2008'in Eylül ayında ABD'de yaşanan kriz ile büyük yatırım bankalarının banka holding şekline dönüştürülmesi, Fannie Mae ve Fredi Mac'in ulusallaştırılması, AIG'nin çöküş aşamasına gelmesi, Fortis'in satılması, İzlanda'nın en büyük ticari bankasının batışıyla ülkenin bankacılık sisteminin de çökmesi mevcut sistemde ciddi eksikliklerin olduğunu ve kriz dönemleri için yeterince önlem almadığını göstermektedir (Cangürel, 2010:4). Bu gibi durumlar bankacılık ve finans sisteminde gelecekte karşılaşılabilecek olası krizlere karşı daha dirençli bir yapının oluşması gerekliliğini göstermiştir. 2008 krizinin ardından daha önce uygulanan Basel II uygulamasının yetersiz yanlarını gidermek, yeni yaklaşım ve tedbirler ortaya koymak ve yaşanan krizleri engellemek ya da zararı en aza indirmek amacıyla Basel Komitesince Basel III uzlaşısı hazırlanmıştır (Gürel vd., 2012:17).

Basel III, Basel II sermaye hesaplama yöntemini tamamen değiştiren bir düzenleme değildir. Basel III, Basel II'ye yöneltilen eleştiriler amacıyla yeni yaklaşımların eklenmesiyle ortaya çıkan bir düzenlemedir. Basel III ile Basel II arasında bir kıyaslama yapılırsa Basel III standardı sistematik riske (sosyal, politik ve ekonomik dalgalanma riski) karşı daha fazla tedbir önerdiği görülmektedir (Yardımcıoğlu ve Bay, 2010: 31-37).Yapılan değişiklikler ile Basel II'nin yürürlükten kalktığı söylenemez. Bunun yanında Basel III'ün ortaya çıkış sebepleri aynı zamanda Basel II'nin eksikliklerini de göstermektedir. Bu gereklilikleri şu şekilde sıralamak mümkündür (BDDK, Nisan 2010:2).

- Olumsuz piyasa koşullarında ani düşüş gösterebilen sermaye tamponlarının güçlendirilmesi
- Banka sermayelerinin kalitesinin artırılması
- Basel II'ye destek olmak üzere bir kaldıraç oranı uygulamasının getirilmesi
- Asgari sermaye gereksinimindeki döngüsellik azaltma ve karşılık ayrılması

- Bankacılık sektörünün kuvvetlendirilmesi amacıyla ortaya koyduğu sermaye ve likidite düzenleme önerileri sunması
- Risk yönetiminin geliştirilmesine ek olarak, bankaların stres ortamlarına karşı dayanıklılığının artırılması.

Basel II sürecinde çok sayıda bankacılık krizinin yaşanması ekonomistleri yeni çözüm arayışlarına itmiştir. AB ülkelerinin (Örneğin; Yunanistan, Macaristan ve İspanya) yaşadığı mali bunalımlar sebebiyle borçlarını ödeyemeyecek duruma gelmesi ve bunun gelişmiş ülke ekonomilerini etkilemesi finansa çevrelerini yeni önlemler almaya itmektedir. BIS 12 Eylül 2010 tarihinde MB'ları ve Denetim otoriteleri Başkanları Grubu toplantısından sonra mevcut sermaye gereksinimi düzenlemelerini güçlendiren 26 Temmuz 2010'da varılan uzlaşmayı onaylayan açıklamalarda bulunmuştur (TÜSİAD, 2011:1-6). Basel III ile ulaşılmak istenen hedefler şu doğrultudadır (BDDK, Aralık 2010:1).

- Kaynağı ne olursa olsun finansal ve ekonomik şoklara karşı bankacılık sisteminin dayanıklılığının artırılması,
- Kurumsal yönetim ve risk yönetimi uygulamalarının geliştirilmesi,
- Bankaların şeffaflığının ve kamuya bilgi verme özelliklerinin artırılması,
- Mikro bazda yapılan düzenlemelerle bireysel olarak bankaların dayanıklılığının artırılması,
- Makro bazda düzenlemelerle finansal sistemin şoklara karşı direncinin artırılması.

Basel III uzlaşısında alınan kararlar ile belirlenen hedefler şu başlıklar altında toplanmaktadır (BDDK, Aralık 2010:2):

1. Daha Nitelikli Sermaye: Bankalar ülke ekonomisinde önemli bir konuma sahiptir. Bundan dolayı bankaların her türlü olumsuzluğa karşı hazırlıklı olması gerekmektedir. Bankaların en önemli varlığı sermayedir. Sermaye banka tarafından sürekli kullanılan fonların temelidir (Gürel ve Yayla, 2008:296-304).

Bu doğrultuda Basel III uzlaşmaları, bankaların yasal sermaye unsurlarının kayıplarının karşılanabilmesine yönelik düzenlemeler getirmiştir. Geliştirilen düzenleme ile ana sermaye ya da çekirdek sermaye bünyesinde en kaliteli sermaye kalemlerinin kalması sağlanmıştır.

- Niceliği Arttırılmış Sermaye: Asgari çekirdek sermaye gereksinimi %2'den %4.5'e yükseltilmektedir. Bankaların gelecekte ortaya çıkabilecek riskli durumlara karşı %2.5'lik bir sermaye tamponu bulundurmaları gerekecektir. Böylece toplam çekirdek sermaye gereksinimi %7'ye ulaşmış olacaktır. Aşağıdaki tabloda sermaye taslağındaki düzenlemeleri daha net görebiliriz (The Bank for International Settlements, 2010:6):

Tablo 8: Güçlendirilmiş Sermaye Çerçevesi: Basel II'den Basel III'e

Risk Ağırlıklı Varlıkların Yüzdesi	Sermaye Gereksinimleri							Makro Düzey Sağduyulu Gözetim	
	Çekirdek Sermaye			1.Kuşak (Tier) Sermaye		Toplam Sermaye		Konjonktürel Tampon	Ek Kayıp Karşılama Kapasitesi Sıfır İçin
	Minimum	Koruma Tamponu	Gereken	Minimum	Gereken	Minimum	Gereken	Aralık	
Basel II	2	-	-	4	-	8	-	-	-
Not	Yeni Tanım Altında Ortalama Uluslar arası Bir Banka İçin Yaklaşık %1'e eşdeğer			Yeni Tanım altında ortalama uluslar arası Bir Banka İçin Yaklaşık %2'e Eşdeğer					
Basel III Yeni Tanım Ve Kalibrasyon	4.5	2.5	7.0	6	8.5	8	10.5	0-2.5	Sıfır için Sermaye Ek Yükü

Kaynak: (Caruana, 2010:7).

3. Sermaye Tamponu Oluşturulması: Ekonomik çevrimlerin pozisyonuna göre tutulması gereken sermaye düzeyi %0-%2,5 arasında ilaveye tabi tutulacaktır.
4. Risk Bazlı Olmayan Kaldıraç Oranı: Belirli dönüşüm oranlarıyla dikkate alınmış bilanço dışı kalemler ve aktifler toplamı ile sermaye arasındaki risk bazlı olmayan asgari oranın tesis edilmesi planlanmaktadır.
5. Likidite Düzenlemeleri: Asgari seviyeleri %100 olacak şekilde likidite karşılama oranı ve net istikrarlı fonlama oranı isimli iki adet oranın düzenlemelere dahil edilmesi planlanmaktadır. 2018'e kadar süren geniş bir uyum süreci hedeflenmektedir

Tablo:9 Basel III Uygulama Takvimi

	Mevcut Durum	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1 Ocak 2019 İtibariyle
Kaldıraç Oranı			Otorite Gözetimi	Paralel Uygulama 1 Ocak 2013-1 Ocak 2017 Kamuya Açıklama 1 Ocak 2015					1.Yapısal Blok Uygulaması	
Asgari sermaye Çekirdek Oranı	%2			%3,5	%4,0	%4,5	%4,5	%4,5	%4,5	%4,5
Sermaye Koruma Tamponu	-						%0,625	%1,25	%1,875	%2,5
Asgari Çekirdek Sermaye Oranı+ Sermaye Koruma Tamponu	-			%3,5	%4,0	%4,5	%5,125	%5,75	%6,375	%7,00
Çekirdek Sermayeden Düşülen Değerler	-				%20	%40	%60	%80	%100	%100
Asgari 1.Kuşak Sermaye Oranı	%4			%4,5	%5,5	%6,0	%6,0	%6,0	%6,0	%6,0
Asgari Sermaye Yeterlilik Oranı	%8			%8,0	%8,0	%8,0	%8,0	%8,0	%8,0	%8,0
Asgari Sermaye Yeterliliği Artı Koruma Tamponu	-			%8,0	%8,0	%8,0	%8,625	%9,25	%9,875	%10,5
1.ve2. Kuşak Sermaye Bileşenleri Olmaktan Çıkarılan Enstrümanlar				2013 yılından itibaren kademeli olarak 10 yıl						
Likidite Karşılama Oranı		Gözlem Süresinin Başlangıcı				Asgari Standartların Belirlenmesi				
Net İstikrarlı Fonlama Oranı			Gözlem Süresinin Başlangıcı						Asgari Standartların Belirlenmesi	

Kaynak: (<http://www.bis.org/press/p100912b.pdf> (30 Mayıs 2012))

Tablo'da bulunan değerlerin açıklaması aşağıda yapılmıştır.

- Sermayenin, yeni güçlendirilmiş tanımı ancak 5 yıldan fazla sürede aşamalı olarak yapılabilecektir. Gereksinimler 2013 yılında tanıtılıp sunulacaktır ve tam anlamıyla 2017 yılı sonuna kadar uygulanması gerçekteşemeyecektir.
- Sermaye araçlarından 1. kuşak (Tier 1) ve 2. kuşak (Tier 2) sermaye 1 Ocak 2013'te başlayarak 10 yıldan fazla sürede aşamalı olarak gerçekteşirilebilecek ve 2015 yılının başında yürürlüğe girecektir.
- Toplam sermaye gereksinimi mevcut olan %8 seviyesinde kalacak ve böylece aşamalı olması gerekmeyecektir,
- Asgari çekirdek sermaye ve 1. kuşak gereksinimleri 2013 yılı başında, sırasıyla mevcut olan %2 ve %4 seviyelerinden %3,5 ve %4,5 seviyesine yükselecektir.
- Asgari çekirdek sermaye ve 1. kuşak gereksinimleri, 2014 yılında başlayarak sırasıyla %4 ve %5,5 olacaktır,
- Çekirdek sermaye ve 1. kuşak sermaye için son gereksinimler 2015 yılı başında sırasıyla %4,5 ve %6 olacaktır,
- Çekirdek sermayeden oluşan ve %4,5 olan asgari gereksinim oranına ek olan %2,5 oranındaki sermaye koruma tamponu 1 Ocak 2016'da kullanılmaya başlanacaktır. Artan bir şekilde aşamalı olarak uygulanacak ve 1 Ocak 2019'da tamamıyla yürürlüğe girecektir,
- Kaldıraç oranı da aşamalı olarak başlatılacaktır. Test 2013 yılında başlayacak ve 1 Ocak 2018'de revize edilecek Pillar I (birinci yapısal blok-asgari sermaye yükümlülüğünün) 2017 yılına kadar çalışmaya devam edecektir (Caruana, 2010:5-6).
- Açıklanan değişikliklerle, kaybı en yüksek oranda karşılayacak olan asgari çekirdek sermaye gereksinimi %2 seviyesinden %4,5 seviyesine arttırılacaktır.

- Bu uygulamaya 1 Ocak 2015 tarihine kadar kademeli geçiş yapılacaktır. Aynı dönemde çekirdek sermayeyi ve diğer nitelikli finansal araçları içeren 1. kuşak Sermaye (Tier 1) asgari gereksinimi %4'ten %6'ya çıkarılacaktır.
- Merkez Bankaları ve Denetim Otoriteleri Başkanları Gurubu asgari %2,5 oranında sermaye koruma tamponu uygulanması ve söz konusu oranının indirimler yapıldıktan sonra çekirdek mevduattan karşılanması konularında uzlaşmıştır. Sermaye tamponunun amacı finansal ve ekonomik kriz durumlarında bankaların zararlarını karşılayacak düzeyde sermaye tutmalarını sağlamaktır. Söz konusu kriz durumlarında bankaların sermaye tamponunu kullanmalarına izin verilirken, yasal sermaye oranları, asgari sermaye gereksinim oranına yaklaştıkça kâr dağıtımları üzerindeki sınırlamalar sıkılaşacaktır. Bu uzlaşıyla birlikte etkin denetim ve kurumsal yönetim uygulamaları takviye edilecek ve bankaların sermayelerinin kötüleşmesi pahasına ihtiyari bonus ve temettü dağıtımları gibi genel sorunlara dikkat çekilecektir.
- Ulusal koşullara bağlı olarak %0'dan %2,5'a kadar değişen oranlarda çekirdek sermaye veya benzer şekilde kayıpları tam anlamıyla karşılayan sermaye rasyosu döngüye ters tampon olarak uygulanacaktır. Söz konusu tamponun amacı bankacılık sektörünü kredi genişlemesinin olduğu dönemlerde koruma altına almaktır. Anılan tampon kredi genişlemesinin, bankacılık sektörünün sağlıklı çalışması açısından sistematik bir risk teşkil ettiği durumlarda uygulamaya konulacaktır. Döngüye ters tampon, koruma tamponu kapsamının bir uzantısı olarak uygulanmaya başlanacaktır.
- Anılan sermaye gereksinimleri riske bağlı olmayan kaldıraç rasyosuyla desteklenmektedir. Temmuz ayında merkez bankaları ve denetim otoriteleri başkanları paralel uygulama döneminde %3 lük birinci kuşak sermaye kaldıraç oranını test etmeye karar vermiştir. Paralel uygulama döneminde alınacak sonuçlara göre kaldıraç oranının son şekli 2017'nin ilk yarısında verilecek ve uygun bir gözden geçirme ve kalibrasyonla 1 Ocak 2018 tarihinden itibaren birinci yapısal blok kapsamına dâhil edilecektir (BDDK, Ekim 2010:7).

2.3.FİNANSAL PİYASALARDA İNOVASYON

Finansal piyasalarda inovasyon kavramı, tamamıyla yeni daha önceden mevcut olmayan bir şey oluşturulmasından ziyade mevcut fikrin değiştirilmesidir. Bu fikrin finansal yenilik olabilmesi için de piyasayı işlem yönünden tamamen daha etkin hale getirmesi gerekmektedir. Finansal yenilik ise finansal piyasaların tam olmaması ve finansal aracılığın etkin olmaması sonucu doğan kar fırsatlarından yararlanmak için ortaya çıkan ya bir ürün ya da bir süreç olarak tanımlanabilmektedir (Kaplan, 1999:2).

Finansal kurumlar, ekonomik istikrarsızlığın arttığı ve var olan yatırım araçlarının önemini yitirdiği dönemlerde yatırımcıları ve fon talep eden kesimi finansal kurumlara çekebilmek amacıyla finansal araç geliştirirler. Bu nedenle türev ürünlerin ve yeni enstrümanların önemi gittikçe artmaktadır (Alp, 2002:29).

Finansal sistemin temel görevi, risk altında ekonomik kaynakların dağılımını ve kullanımını sağlayarak ekonomik kalkınmaya yardımcı olmaktır. Finansal sistemin kaynak dağılımını etkin şekilde yapabilmesi finansal sistemin işlevsel etkinliğine bağlıdır. Sistemin işlevsel etkinliği ise aşağıdaki şartların varlığını gerektirmektedir (Akgiray, 1998:3):

- Mal ve hizmet ticareti için etkin bir ödemeler sistemi olmalıdır. Bu sistemin kapsamına elektronik fon transferleri, çekle ödeme veya tahsilat sistemleri, kredi kartları, alışveriş kartları, tüketici kredisi hesapları da girer.
- Küçük tasarrufların büyük bölünmez yatırımlara kaynak oluşturmak üzere toplanması ve hem coğrafya hem de zaman boyutunda etkin bir şekilde dağıtılmasını sağlamak üzere gerekli piyasalar ve uzman aracı kurumlar olmalıdır.
- Menkul kıymet yatırımcıları ile menkul kıymet ihraç edenler arasındaki risk dağılımının en iyi şekilde olabilmesi için gerekli olan risk yönetim ve kontrol araçları sağlanmalıdır.
- Fiyatların oluşumunu ilgilendiren tüm bilgilerin etkin ve hızlı yoldan tüm kesimlere ulaşmasını sağlayacak ve asimetric bilgi dağılımına izin vermeyen bir bilgi dağılım düzeni olmalıdır.

Finansal sistemin kurumsal yapısı zaman içinde değişebilir fakat yukarıda sayılan temel işlevleri değişmez. Bu nedenle, yeni bir ürünü gerçek ve kalıcı bir yenilik olabilmesi için finansal sistemin etkinliğini artırması gerekmektedir. Örneğin, bankamatikler ödemeler sisteminin etkinliğini birçok yönden artırmıştır. Benzer şekilde türev ürünler de finansal sistemin temel görevlerinden biri olan risk yönetimini çok daha kolay ve ucuz hale getirmişlerdir. Finansal inovasyonun sağladığı faydaları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Kaygusuz, 1998:5).

- Yeni araçlar oldukça ucuzdur.
- Yeni finansal araçlar ile finansal kaynakların büyük bir kısmı geniş kullanıcı gruplarına ulaştırılabilir.
- Yeni araçlar riskten korunma imkanı sunarlar.
- Yeni araçların vade yapıları esnektir, değiştirilebilir.
- Yeni teknikler, finansal araçların likiditesini artırır.
- Yeni teknikler, finansal kaynakların sınırını genişletir.

2.3.1. Finansal İnovasyon Kavramı

İnovasyonu (yenilik) teorik olarak ilk ele alan Schumpeter'dir (1939). Schumpeter yeniliklerin firmaların üretim imkanlarını değiştiren yeni yöntem ve metodlar gibi bir girişimcilik aktivitesi olduğunu ileri sürer. Makro düzeyde yenilikler dinamik rekabetin bir öğesi olarak görülmektedir. Bu dinamik rekabet buluş, türetme, yenilik ya da taklit yoluyla ortaya çıkmaktadır. Burada bahsedilen yenilik kavramıyla ürünün kendisinden çok, elde bulunan bileşimlerin kullanılması durumunda yaşanacak ekonomik gelişmeye dikkat çekilmektedir (Akçaoğlu, 1998:17).

İnovasyon kavramını Mansfield, Schmadiler ve Scherer de tanımlamıştır. Bu tanımlamaya göre yenilik, teknik yenilik ve ürün yeniliği olarak sınıflandırılmaktadır. Teknik yenilik, daha düşük maliyetle üretim sağlamak için ürün ve servislere uygulanan yeni üretim teknikleridir. Teknik yenilik, tamamen yeni bir üretim fonksiyonu veya mevcut fonksiyonun yeni dizaynı şeklinde ortaya çıkabilir. Otomatik vezne makineleri (ATM) ya da elektronik fon transferi teknolojisi teknik yeniliklere örnek olarak gösterilebilmektedir. Ürün yeniliği ise yeni bir ürün geliştirilmesidir ve tamamen yeni

bir ürün olabileceği gibi var olan bir ürüne farklı özelliklerin katılması şeklinde de ortaya çıkabilmektedir. Finansal piyasalarda ürün yeniliklerine tüketici kredileri, swaplar ve opsiyonlar gibi türev ürünler örnek gösterilebilir (Tantan, 1996:3).

2.3.2. Finansal İnovasyonu Doğuran Nedenler

Finansal piyasalarda işlem yapanların bir kısmı riski üstlenmek durumunda kalmaktadır. Bu durum işletmeleri maruz kaldıkları risklere karşı finansal yeniliklere yöneltmiştir. Risk, bir olgu olarak bütün piyasalarda görülmektedir. Risk kavramı piyasa katılımcılarının finansal sorumluluklarını karşılayamayacak hale gelmesi olarak tanımlanmaktadır. Piyasadaki alıcılar ve satıcılar arasında gerçekleştirilen işlemler riskin aktarılması veya paylaşılması sonucunu doğurur. Risk aktarım fonksiyonu, piyasaların etkinleşmesine katkıda bulunur (Toraman, 2002:21-37). Günümüzde uluslararası finansal piyasalar yapısal olarak değişmektedir. Bu yapısal değişiklikler, aşağıda sıralanan gelişmeler doğrultusunda oluşmaktadır (Tantan, 1996:4).

- Finansal yeniliklerin gözlenmesi,
- Kredilerin finansal varlıklara dönüştürülmesi (menkul kıymetleştirme),
- Finansal işlemlerin belirli merkezlerde, örneğin; New York, Londra, Tokyo, Züriç ve Frankfurt'ta toplanması,
- Finansal piyasaların bütünleştirilmesi, bir başka deyişle, ticaretin uluslararası alana yayılması ve bunun sonucu olarak birçok yan piyasanın tek bir dünya finans piyasası altında toplanması.

Finansal piyasalarda meydana gelen değişimler doğrudan finansmanı teşvik edip dolaylı finansman yöntemini geri plana atmıştır. Bu sebepten dolayı bankalar, varlıklarını sürdürebilmek için ürün ve hizmet çeşitlendirmesine gitmek, yeni finansal enstrümanlar bulmak ve hizmet fiyatlandırmasında yeni yöntemler izleme gerekliliği duymuşlardır. Bu gelişmeler teknolojik gelişmelerle paralellik göstermiştir. Finansal piyasalarda inovasyona gidilme sebeplerini üç ana başlık altında sıralamak mümkündür. Bunlar (Kaplan, 1999:4):

1. Ekonomik gelişmeler
2. Teknolojik gelişmeler
3. Yasal koşullar

2.3.2.1. Ekonomik Gelişmeler

Finans sektöründe özellikle 1960'lı yıllardan itibaren ekonomik yapıda önemli değişiklikler yaşanmıştır. Enflasyon ve faiz oranlarının hızlı bir şekilde yükselmesi ve önceden tahminin gittikçe güçleşmesi ile yeni bir takım finansal yenilikler ortaya çıkmıştır. Örneğin, ABD'de 1950'li yıllarda üç aylık hazine bonosunun faiz oranı % 1–5 arasında iken bu oran, 1970'lerde % 4–12 ve 1980'lerde % 5–15 arasında değişim göstermiştir. Sonuçta firmalar faiz oranı riski ve bununla birlikte bir çok ekonomik risk ile tanışmışlar ve bu riskten korunmak için çeşitli araçlar geliştirmişlerdir (Kaplan, 1999:2).

Faiz riski diğer bir deyişle faiz oranlarında ortaya çıkan değişimlerden dolayı karşı karşıya kalınan risktir. Bu risk herhangi bir yatırımdan beklenen getiriye olumlu veya olumsuz etkileyebilmekte veya işletmelerin yaptığı borçlanmalar üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilmektedir. Çünkü vade sonunda elde edilecek veya dışarıya aktarılacak nakit akımları üzerinde doğrudan etki etmektedir (Büyükbalkan, 2003:3-4).

Faiz oranı riski, faiz oranlarının değişmesi sonucunda bir yatırımdan elde edilen getiri oranının, yatırım döneminin başlangıcında beklenen getiriden farklı olmasıdır. Faiz oranlarındaki dalgalanmalardan hem borç veren hem de borç yükümlülüğünü üstlenen taraflar etkilenmektedir. Gelecek bir tarihte borçlanmayı planlayan bir firma, değişken faizli bir borç alacaksa, firmanın faiz yenileme dönemlerinde veya kredi almayı planladığı tarihte faiz hadlerinin artması sonucunda, bu borçların artan faizlerini ödemek için firmanın gelecekteki nakit ihtiyacı artacaktır. Faiz oranı değişkenliğine bağlı olarak ortaya çıkan nakit ihtiyacı nakit akış riski olarak tanımlanmaktadır (Kaygusuz, 1998:8).

Döviz riski belli etkenlerle (ödemeler dengesi açığı, siyasal olaylar vb.) ulusal para birimlerinin yabancı paralar karşısında değerinde meydana gelebilecek olumlu

veya olumsuz değişimlerdir. Döviz kurlarında meydana gelen değişimler işletmelerin bilançoları veya yatırımcılara ait yatırım portföyleri üzerinde kar veya zarara neden olmak suretiyle ortaya çıkmaktadır. Döviz risk yönetiminde anahtar kavram, faiz oranı paritesidir (Büyükbalkan, 2003:3-4).

Döviz kurlarında, faiz oranlarında, menkul kıymet ve mal fiyatlarındaki dalgalanmalar işletmeleri doğrudan etkilemektedir. İşletmeler, dışsal nedenler ile ortaya çıkan ve kontrolleri dışında olan bu faktörler nedeni ile finansal risk ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Finansal işlemleri ile ilgili riskler, genellikle finansal piyasaların yapısı ve işleyişine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır (Sayılğan, 2004:281).

Dövizle yapılan işlemlerin muhasebe kayıtlarının ulusal para cinsinden kaydedilmesi zorunluluğundan dolayı, döviz cinsinden yapılan işlemlerin yerel paraya çevrilmesi gerekmektedir. Döviz kuru riski bu çevrilme sırasında ortaya çıkmaktadır ve yabancı para birimi ile ifade edilen aktif ve pasif kalemler arasındaki eşitsizliklerden kaynaklanmaktadır. Örneğin, bir işletmenin çeşitli döviz cinslerinden borçlarının ve alacaklarının olduğu varsayılırsa; kur değişiklikleri nedeniyle alacak kalemlerinin yerel para cinsinden değerinde meydana gelen artış, borç kalemlerinde meydana gelen artıştan büyükse işletmenin karı artacak ya da zararı azalacak, tersi durumda ise karı azalacak ya da zararı artacaktır (Kaygusuz, 1998:8).

Fiyat riski denildiğinde, gelecek bir tarihte spot fiyatın önceden tahmin edilen fiyattan fazla ya da düşük olmasını anlamak gerekmektedir. Başka bir ifadeyle fiyat riski, döviz kurlarındaki veya faiz oranlardaki dalgalanmaların sonucu olarak, piyasa fiyatları üzerine oluşan risktir (Toraman, 2002:21-37).

İşlem riski, döviz hareketlerinin beklenen nakit akımları üzerindeki direkt etkisinden kaynaklanan olası kazanç ve kayıpları ifade eder. Döviz kurlarındaki değişme, firmanın beklenen ya da bütçelenen nakit akışı veya harcamalarının, beklenenden daha az ya da çok olması durumunu ifade eder. Örneğin, döviz üzerinden alacağı olan bir ihracatçı firma, yabancı paranın yerel para karşısında değer kaybetmesinden dolayı, döviz ödemesi olan bir ithalatçı firma ise, yabancı paranın yerel para karşısında değer kazanmasından dolayı zarara uğrayabilmektedir. Özetle işlem riski, döviz kurundaki değişimlerin tahmin edilen nakit hareketleri üzerindeki etkisidir

ve bu risk kar ve zarar hesabında görülmektedir. İşlem riskinin oluşmasında zaman önemli rol oynamaktadır. Yabancı bir para birimi üzerinden mal ya da hizmet alınmasında döviz riski, alım işleminin gerçekleştiği gün ve ödemenin yapılacağı vade arasında ortaya çıkmaktadır (Kaygusuz, 1998:7).

İşlem riski ve çeviri risklerine nazaran daha geniş kapsamlı olup, firmaların birbirlerine karşı olan rekabetçi pozisyonunu etkilemek şeklinde ortaya çıkmaktadır. Örneğin, Almanya'ya ihracat yapan bir Türk otomobil firması yalnızca Euro'nun TL'ye karşı değeriyle değil, bunun yanında diğer ülkelerdeki rakiplerinin para birimlerinin Euro karşısında değer kaybederse, rakiplerin ürettiği otomobiller alman alıcılar açısından ucuz hale gelmekte ve Türk firmanın rekabet gücü ve satışları düşmektedir (www.alomaliye.com (7 Haziran 2012)).

Likidite riski, belli bir dönemde elde edilecek nakit giriş ve çıkışların dengeli götürülebilmesi riskidir. Likidite riski hem bireyler hem de işletmeler için önemlidir. Çünkü nakit giriş çıkışları dengeli olmaması ile bazı yükümlülüklerin karşılanamaması gündeme gelebilir. Nakit temin etmek belli bir maliyet karşılığı yapıldığında ise kar maksimizasyonunu azaltan bir unsurdur (Büyükbalkan, 2003:3-4). Likidite riski, fonlama riski olarak da karşımıza çıkmakta ve ihtiyaç duyulan fonun zamanında ve istenilen maliyette sağlanamaması ya da eldeki varlıkların istenilen zaman ve fiyattan elden çıkarılamaması şeklinde tanımlanabilir (Yücel vd., 2007:107). Fonlama riski ise; ters fonlama sağlayan ve kuruluş üzerinde nakit akımı baskısı yaratan türev işlemlerin yarattığı risktir. Diğer bir ifade ile fonlama riski, firmanın ödeme yükümlülüklerini veya teminat çağrılarını, fon giriş ve çıkışlarının zamanlamasını ayarlayamamasından dolayı yerine getirememesi riskidir (Peker,1997:48).

Likidite riski, belli bir dönemde elde edilecek nakit giriş ve çıkışlarının dengeli götürülebilmesi riskidir. Likidite riski hem bireyler hem de işletmeler için çok önemlidir. Çünkü nakit giriş-çıkışlarının dengeli olmaması durumunda bazı yükümlülüklerin karşılanamaması gündeme gelebilmektedir ve en önemlisi, nakit temin etmek gibi ek bir maliyetle karşı karşıya kalılabilmektedir. Bu işlem de belli bir maliyet karşılığı yapılacaktır ki, bu da kar maksimizasyonunu azaltan bir unsurdur (Ebiçlioğlu, 1999:11).

Piyasa riski, genellikle hali hazırdaki pozisyonda fiyat değişimleri sonucunda ortaya çıkan potansiyel kayıplar olarak ölçülmekte ve tanımlanmaktadır.(Marshall ve Michael, 1999:47) Piyasa riskinin doğurduğu olumsuzlukların giderilmesi için riskin ölçülmesi ve izlenmesi gereklidir. Piyasa riskinin ölçülmesine ilişkin farklılıklar olmakla birlikte genel kabul görmüş bir ölçüm şekli de yoktur. Piyasa riskini tanımlanmasıyla ilgili çevrelerin görüş birliğine varamamış olmaları, piyasa riskinin anlaşılmasında veya algılanmasında farklılıklara neden olmaktadır. Piyasa riskine ilişkin ölçme sorunu, uzun dönemde bazı ekonomik göstergelerin istikrarını engellemekte dolayısıyla makro ekonomik açıdan olumsuz sonuçlar doğurmaktadır. Ayrıca yanlış ölçülmüş bir piyasa riskine göre pozisyon almak, kaynak dağılımının optimalleştirilmesi amacına da aykırıdır (Bolak, 1998:9).

Piyasa riski; pozisyonlar likidite edilemeden veya diğer pozisyonlarla netleştirilemeden önce, bilânço-ıç i veya bilânço dış ı pozisyonların değerinin düşmesi riskidir. Başka bir deyişle, piyasa riski, türev aracın dayalı olduğu varlık, fiyat, oran veya endeks seviyesindeki dalgalanmalar sonucunda türev aracın fiyatının değişmesi riski olarak tanımlanabilir (Peker, 1997:14).

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin bankacılık sektörlerinin aynı alanda rekabet etmeye başlaması ve büyük ölçekli bankaların bankacılık sektörü dışındaki finansal kurumlarla yoğun rekabete girişmeleri kredi riskini önemli fakat karmaşık hale getirmiştir. Finansal piyasalardaki değişmeler beraberinde yeni bir finansal varlık arayışını doğurmaktadır. Örneğin, faiz oranı riski artan yatırım araçlarının cazipliği azalmaktadır. Banka gibi finansal kurumlar daha düşük faiz oranı riski taşıyan yatırım araçları oluşturarak müşterilerine daha düşük faiz oranları ile hizmet vermeye çalışmaktadır. Böylece düşük maliyetle elde edilen fonlar ile daha yüksek kar elde edilmektedir (Kaplan, 1999:4-6).

Finansal işlemlerden beklenen yararların sağlanabilmesi için olanaklı olduğu ölçüde kredi riskinin minimum düzeye indirilmesi gerekmektedir. Kredi riskinin doğru olarak saptanabilmesi için tarafların etkin bir muhasebe bilgi sistemi kurmuş olması, muhasebe verilerinin şeffaf, doğru ve karşılaştırılabilir olması gerekmektedir (Sayılğan, 2007:107).

Kredi riski, karşı taraf riski olarak ta adlandırılabilen ve şirketin finansal işlemlerde bulunduğu kişi ya da kuruluşun yükümlülüklerini yerine getirememesinden kaynaklanmaktadır. Kredi riski, finansal işlemleri yapmış taraflardan birinin anlaşma koşullarına sadık kalmaması sonucunda diğer tarafın karşılaşılabileceği kayıpları ifade etmektedir. Kredi riskinin ortaya çıkması, finansal işlemlerinden beklenen yararların azalmasına, ortadan kalkmasına hatta zararların oluşmasına neden olabilir. (Yücel vd., 2007:107).

Kredi riski, finans piyasalarında, borçlu tarafın yükümlülüklerini zamanında ve tam olarak yerine getirmesi hususundaki belirsizlik sebebiyle alacaklı tarafın taşıdığı risktir. Borçlunun, sözleşmenin şartlarını yerine getirmemesi, iflas ve mevzuattaki değişiklikler gibi sebeplere dayanabilir (Nurcan, 2005:11).

2.3.2.2. Teknolojik Gelişmeler

Teknolojik gelişmeler finansal yeniliklerin ortaya çıkmasına yol açmakta ve bu yeniliklerin hizmete sunulmasını kolaylaştırmaktadır. Finansal piyasalarda, bilgisayar kullanımının yaygınlaşması ve buna bağlı olarak finansal kurumların pazarlama faaliyetlerini internet teknolojileriyle yürütmesi, sunulan ürünlerin maliyet etkinliği sağlamasını zorunlu kılmıştır. Bu bağlamda maliyet etkinliği sağlayamayan bir finansal ürün veya ürünler piyasada tutunamayacaktır. Bu durumda finansal inovasyon küreselleşen dünya ekonomisinde olması gereken özelliklerden biri haline gelmiştir (Fettahoğlu, 1991:6).

Bilgi işlem ve iletişim alanındaki teknolojik gelişmeler, aracı kurumların verimliliğini yükseltirken, bilgi ve işlem maliyetlerini de düşürmüştür. Söz konusu teknolojik gelişmeler, aynı zamanda dünya çapında bilgi teminini ve bilginin işlenmesini kolaylaştırmakta, piyasa şeffaflığını da yükseltmektedir. Teknolojik gelişmelerin sonucunda ortaya çıkan finansal yeniliklere kredi kartları, menkul kıymetleştirme ve finansal piyasaların uluslararasılaşması örnek verilebilir. Verilen örneklerin inovasyon sürecinden kısaca bahsedecek olursak (Kaplan, 1999:7).

- İlk kredi kartları mağaza ve restoranların çıkardığı ve müşterilerin nakit ödeme yapmaksızın alışveriş yapma imkanı sağlayan plastik kartlardı. Daha sonra kredi

kartlarındaki verimliliği gören bankalar ortak bir kredi kartı sistemi kurmaya başlamışlardır. Günümüzde ise kredi kartları yaygın olarak kullanılan ödeme araçları haline almıştır.

- Teknolojik gelişmelerle paralellik gösteren menkul kıymetleştirme risk paylaşımı amacıyla sermaye piyasası araçları içinde likit olmayan araçların likit hale dönüştürme sürecini ifade eder.
- Bilgisayar ve telekomünikasyon teknolojisindeki gelişmeler finansal piyasaların arkasındaki itici gücü oluşturmaktadır. Teknolojide meydana gelen bu gelişmelerle telekomünikasyonda ortaya çıkan düşük maliyet avantajı ile ülke dışında yatırım yapmak daha kolay hale gelmektedir. Böylece yatırımcılar günün her saati işlem yapabilecekleri için hisse senedi, bono ve tahvillerin olduğu piyasalara kaymaya başlamıştır.

Tahmin ve algılama riskleri de finansal inovasyonu doğuran sebepler arasındadır. Genellikle bilgilenme yanlışlığından veya eksikliğinden kaynaklanmaktadır. Finansal türev piyasalarında yapılan işlemlerin karmaşık yapısına ilave olarak bilgi akışındaki eksiklikler de ortaya çıkınca, taraf olunacak anlaşmaların sağlam bir temele oturma olasılığı azalmaktadır. Verilecek kararların rasyonel olmasının ön koşulu doğru, anlaşılabilir ve anlamlı bilgi üretiminin sağlanmasıdır. Bu risklerin ortaya çıkmasındaki en önemli neden, muhasebe uygulamalarının finansal piyasalarının amaçlarına uygun bilgi üretmemesi ve kısmen de olsa bu amacı gerçekleştirmeye yönelik uygulamaların yaygınlaşmamış olmasıdır. (Sayılğan, 2004:29-92).

2.3.2.3. Yasal Koşullar

Finansal işlemlerin istenilen yasal sonuçları doğuramayacak şekilde ya da yanlış bir sonuç doğacak şekilde düzenlenmesiyle ortaya çıkan risklerdir. Yasal riskler, işlemlerin belgelendirilmesi veya yazılı hale getirilmesi sürecinde yapılan ve böylece istenilen sonuçların gerçekleşmesini engelleyen belgelendirme risklerini de kapsamaktadır. Yasal riskler, genellikle tezgahüstü piyasalarda ortaya çıkmaktadır. Çünkü bu piyasalarda katılımcıların gereksinimlerine göre çok farklı çeşit ve içerikte sözleşmeler yapılabilmektedir. Duruma göre çok karmaşık sayılabilecek ve çok sayıda işlemin gerçekleşebildiği bu piyasalarda, yapılacak işlemlerin etkilerinin neler

olabileceğinin ortaya konulması ve eğer bilgi eksikliği varsa yapılacak sözleşmelerin; deneyimli kişilerce düzenlenilmesi gerekmektedir (Sayılğan, 2004:291).

Düzenleme riski; mahkemelerin, düzenleyici otoritelerin veya yetkili herhangi bir kamu kurumunun aldığı bir karardan dolayı türev ürün sözleşmesinin tamamen veya kısmen uygulanamaması sonucunda zarara uğrama riskidir. Düzenleme riski iki nedenden ortaya çıkar. Dokümantasyon riski olarak ifade edilebilecek risk türü, özellikle borsalar tarafından hazırlanmamış standart olmayan sözleşmelerin iyi kaleme alınamaması çevrilebilme kabiliyetini ifade etmektedir. Fonlama riski ise; ters fonlama sağlayan ve kuruluş üzerinde nakit akımı baskısı yaratan türev işlemlerin yarattığı risktir. Diğer bir ifade ile fonlama riski, firmanın ödeme yükümlülüklerini veya teminat çağrılarını, fon giriş ve çıkışlarının zamanlamasını ayarlayamamasından dolayı yerine getirememesi riskidir (Peker, 1997:48).

Firmaların kar elde etme imkanlarını sınırlayan yasal düzenlemelerden kaçınmak amacıyla finansal yenilikler ortaya çıkmaktadır. Yatırımcılar bu sebepten dolayı finansal yenilik arayışına girmektedirler. 1970'lerin başlarından itibaren mevcut yasalara ve duruma göre bir takım finansal yenilikler ortaya çıkmıştır. 1970'lerin sonlarında ve özellikle 1980 yılından itibaren başlayan deregülasyon akımından sonra finansal yenilikler hız kazanmıştır. Yapılan yasal düzenlemeler sonucunda da yenilikler ortaya çıkabilmektedir. Örneğin ABD'de finansal yeniliklerin ortaya çıkmasında, büyük ölçüde bankacılık alanında alınan yasal düzenlemeler etkili olmuştur (Kaplan, 1999:4-7). Yasal koşullar ile finansal inovasyonların ortaya çıkmasında iki sebep rol oynamıştır. Bunlar (Fettahoğlu, 1991:7):

- Sermaye hareketlerinde söz konusu olan sınırlandırmaların kaldırılması
- Piyasaların globalleşmesi ve devlet düzenlemelerinin artırılmasıdır.

Finansal inovasyonun doğmasındaki sebeplerden olan yasal koşullardan bahsedilirken bu etken sistemik risk olarak da ifadelendirilmektedir. Sistemik risk, finansal sistemin herhangi bir aşamasında ortaya çıkan risklerin finansal sistemde yaygın riskli bir ortamın doğmasına neden olmasıdır. Bu duruma potansiyel dinamo etkisi de denilmektedir. Bazı kaynaklarda da hükümetlerin piyasalara yaptıkları başarısız müdahalelerin veya yaptıkları kötü düzenlemelerin önemli bir sistemik risk

kaynağı olduğu belirtilmektedir. Sistemik riskin etkilerini gidermek veya azaltmak için kredi riski analizlerinin çok dikkatli bir şekilde yapılması gerekir. Ayrıca yatırımcıların borsalarda yapacakları yatırımlara aracılık eden aracılardan kendi müşterileriyle ilgili olarak ödememe riski analizlerini devamlı olarak güncelleştirmeleri ve ödememe durumuna düşen müşterilerinden kaynaklanan nakil gereksinimini kısmen de olsa karşılayacak bir karşılık ayırmaları gerekir. (Sayılıgan, 2004:285).

Vergi kanunlarındaki değişiklikler de yeni finansal ürünlerin çıkmasına katkıda bulunur. Finansal araçların getirileri vergi yasalarından etkilendiğinde mevcut yatırım araçlarını yeni düzenlemelere revize eden yeni finansala ürünler oluşturulmaktadır. Finansal inovasyonlarda bir diğer etken ise munzam karşılık oranlarıdır. Bankalar topladıkları mevduatın belli bir kısmını rezerv olarak tutma zorunluluğundadır. Bu karşılıklar mevduatlar üzerinde vergi gibi etkide bulunduğu için yenilikleri etkilemektedir. Bankaların buradaki kaybı mevduatlar üzerinden genellikle bir faiz ödemesi yapılmadığı için bu karşılıkları kredi olarak kullandırdıkları zaman elde edecekleri faiz kaybıdır. Bu tür maliyetlerden kurtulabilmek amacıyla bankalar repo gibi finansal yenilikler ile karlarını artırmaya çalışmışlardır. Yasal düzenlemeler sonucu yeni ürünler ortaya çıktığı gibi finansal yeniliklere karşı da yasal düzenlemelerde bulunulmuştur. Finansal yeniliklere karşı yapılan düzenlemelerin iki amacı vardır. Bunlar (Kaplan, 1999:6):

- Yabancılara karşı vatandaşların sahipliklerini artırmak
- Banka iflaslarını önlemek amacıyla finansal sistemdeki istikrarı artırmaktır.

Finansal inovasyonun doğmasında etkili olan anlatılan bu üç ana başlık dışında zaman içerisinde müşterilerin gereksinimlerinin değişmesi de finansal inovasyonun sebepleri arasındadır. Bunun dışında finansal piyasaların etkinliği üzerine yapılan akademik çalışmaların da finansal ürünlerin artışında olumlu etkisinin söylenebilir. Finansal inovasyona konu olan ürün ve hizmetlerin özellikleri ise genel olarak şu şekilde sıralanmaktadır (Tufano, 2002:10-18):

- Finansal yenilikler finansal piyasalardaki mevcut eksiklikleri tamamlar
- Araştırma ve pazarlama maliyetini azaltır

- Vergi ve yasal müdahaleler gibi dış etkenlerin piyasalar üzerindeki etkisini azaltır
- Finansal piyasaların etkinlik ve verimliliğinin artmasında katkıda bulunur
- Ekonomik istikrarın sağlanmasında yardımcı olur
- Finansal varlıkların likiditesini artırır ve bu varlıkları uluslararasılaşmasını sağlar
- Firma, yatırımcı ve hükümetlerin hem ulusal hem de uluslar arası finansal piyasalarda karşı karşıya gelebileceklerinde riskin azaltılmasında ve yönetilmesinde katkıda bulunur.

2.3.3.Finansal İnovasyon Ürünleri

İkinci Dünya Savaşından sonra oluşturulan ve sabit kur sistemine dayanan BW sisteminin çöküşüyle uluslar arası finansal sistemde oluşan belirsizlik, ilk başta fiyat ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar ile kendini göstermiştir. Finansal sistemdeki bu belirsizlik 1973 yılında ABD'nin dolar karşılığında altın alımını durdurması ve diğer para birimlerinin dolar karşısında serbest dalgalanmaya bırakılmasının sona ermesiyle uluslar arası işlemlerde kendini önemli ölçüde hissettirmiştir (Babuşcu ve Hazar, 2012:1). Bu dönemde finansal alanda oluşan risklerden kendini korumak için türev ürünler geliştirilmeye başlanmış ve hızla değişen para piyasasının yanı sıra, teknolojik ilerlemeler ve deregülasyon olgusu, globalleşme sürecinin en çok hissedildiği para ve sermaye piyasalarında yenilikleri de beraberinde getirmiştir. Böylece türev ürünler özellikle son yıllarda çeşit ve hacim bakımından büyük ivme kazanmaya başlamıştır. Riskten korunma amaçlı oluşturulan türev ürünler zaman içerisinde yatırım aracı olarak da kullanılmaya başlanmıştır (Gündüz ve Tural, 1995:1).

2.3.3.1. Hedging ve Türev Ürünler (Vadeli İşlem Piyasa Ürünleri)

Bankaların geleneksel bankacılıktan uzaklaşarak türev ürünlere yönelmelerin altında yatan temel sebep ekonomik koşulların zorlayıcı olduğu ortamlarda hem kendilerini hem de müşterilerini artan finansal risklere karşı korumak ve riskleri kontrol etme düşüncesidir (Çonkar ve Ata, 2002:2; Canbaş ve Doğukanlı, 1997:87). Zamanla

bankacılıkta risk kavramının önemi daha çok artmış ve riske karşı bir takım risk yönetim politikaları ve teknikleri geliştirilmeye başlanmıştır. Bankacılıkta çıkan risklere karşı korunma teknikleri açısından en belirgin olanı ‘hedging’ yöntemidir. Hedging gelecekte oluşması beklenen bir fiyatın bugünden saptanarak gelecekteki nakit giriş çıkışlarının şimdiden korunma altına alınması esasına dayanmaktadır (Asomedy, 2001:43). Hedge’nin, kelime anlamı korunmadır. Hedge fonlar ise, riskli yatırım araçlarıdır. Bu nedenle hedge finansal piyasalar için doğru bir tanımlama değildir. 1950’lerde kurulan bu tür finansal kurumların ilk türleri düşük değerlenmiş hisse senetlerini açığa satarak hisse senedi piyasalarındaki dalgalanma riskini hedging ettikleri için bu stratejiyi kullanan fonlara ‘hedge fonlar’ denilmiştir (Anbar, 2009:417).

Hedging olarak kullanılan ürün ve yöntemler içsel ve dışsal olarak ikiye ayrılmaktadır. İçsel yöntemler, organizasyonun kendi bünyesi içinde risklere karşı aldığı tedbirlerdir. Bunların içinde firmanın aktif ve pasif yapısını ayarlaması, fiyatlama politikalarının ayarlanması önlemler vardır. Dışsal etkenlerde ise firma dışında sağlanabilen çok geniş seçeneklere sahip finansal enstrümanlar bulunmaktadır. Bu yöntemler türev ürünler olarak da adlandırılan forward, futures, opsiyon ve swaptır. Hedging enstrümanlar ya da türev ürünler, riskten korunmanın yanında spekülasyon amaçlı da kullanılabilir. Risk almayı sevmeyen kuruluşlar savunmaya yönelik hedging stratejilerini kullanırken riskten kaçınmayan kuruluşlar ise riskten korunmanın yanında piyasada ortaya çıkabilecek kar fırsatlarını da değerlendirerek spekülatif bir kazanç elde etmek istemektedirler (Çonkar ve Ata, 2002:4). Türev ürünlerin kullanılma sebeplerinden bir diğeri de arbitrajdır. Arbitraj, herhangi bir risk alınmaksızın fiyat veya faiz hadlerinde oluşan dengesizliklerden faydalanmak suretiyle farklı sözleşmelerin ve işlemlerin eşanlı olarak yapılması suretiyle her türlü şartta belirli bir karın garanti edilmesidir. Dünyanın çeşitli finansal pazarları arasındaki arbitraj fırsatlarından yararlanarak kaynak maliyetini düşürme imkanı elde edilir (Rivas vd., 2006:54).

Türev ürünler tanım itibarıyla, diğer bazı varlıkların değerlerinden türeyen enstrümanlardır. Türevler, temel ürünlerin alınması veya satılmasından daha fazla esneklik sağlamak adına düzenlenen, tanınmış enstrümanların versiyonları olarak tanımlanır (Gündüz ve Tural, 1995:3). Türev araçlar mal fiyatlarına, döviz ve borsa endeksine dayalı finansal ürünlerdir. Türev ürünler, organize borsalarda işlem

görebileceği gibi banka ile müşteri arasında tezgah üstü düzeyde de alınıp satılabilmektedir (Ersan, 1997:1). Değeri başka bir finansal varlığın veya malın değerine doğrudan bağlı olan finansal araçlar türev araç olarak adlandırılmaktadır. Türev piyasalarda alım satımı yapılan enstrümanların türev finansal araçlar olarak adlandırılmasının nedeni, söz konusu finansal enstrümanların nakit piyasalarda işlem gören hisse senedi, tahvil gibi temel yatırım araçları kullanılarak oluşturulması; değerlerinin, dayandıkları nakit piyasada işlem gören temel yatırım araçlarının değerlerinden türetilmiş olmasıdır. Türev enstrümanlar ve türev piyasalar deyiminin piyasanın gereksinimlerinden türetildiği için kullanıldığını ileri süren yaklaşımlar da bulunmaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 1997:81).

Türevsel araç mal fiyatlarına, döviz, faize ve borsa endeksine dayalı finansal bir ürün olarak tanımlanmaktadır. Bu piyasada alım-satım konu olan menkul kıymetler pay sendi ve tahvil gibi değerler olmayıp, önceden belirlenen bir vadede ve büyüklükte, üzerine yazılan mal veya kıymetin teslimini içeren türevsel ürünlerdir. Bu sözleşmeler taraflara, bugünden, gelecekte belirlenmiş ileri bir tarihte, üzerinde anlaşılan fiyattan, belli miktar ve kalitedeki malı, döviz ya da menkul kıymeti alma ya da satma hak veya yükümlülüğünü getirmektedir (Özalp, 2003:2). Türev araçlar, dayanak varlığın sahipliğinin el değiştirmesine gerek olmaksızın, bu varlıkla ilgili hak ve yükümlülüklerin ticaretine imkan sağlar. Türev araçlar, riskten korunma veya getirisi değişken (örneğin değişken faizli tahvil) olan araçların getirisi sabit olan araçlarla (örneğin sabit faizli tahvil) değiştirilmesi amacıyla kullanılabilir (www.vob.org.tr (8 Haziran 2012)). Vadeli işlem piyasalarının iki önemli işlevi vardır. Bunlar (Babuşcu ve Hazar, 2012:3):

- Risk yönetimi
- Geleceğe yönelik fiyat belirleme

Vadeli işlem piyasaları, gelecekte meydana gelebilecek aleyhte fiyat değişimleri karşısında riskten korunma imkanı verir. Gelecekte fiyatların yükselmesinden endişe edenler alım yönünde, fiyatların düşmesinden endişe edenler ise satım yönünde pozisyon alarak yatırımlarının korumaya çalışırlar. Böylelikle vadeli işlemler piyasasında risk alınıp satılabilir hale gelebilmektedir (Babuşcu ve Hazar, 2012:4).

Vadeli işlem piyasalarında alımı ve satımı yapılan kıymetler, vadeli işlem sözleşmeleridir. Vadeli işlem sözleşmeleri, hisse senedi veya tahvil gibi herhangi bir şirketin veya devletin çıkardığı kıymetler olmayıp, önceden belirlenen bir vadede ve standart büyüklükte olan ve üzerine yazılı mal veya kıymetin teslimini içeren türev enstrümanlardır. Bu nedenle vadeli işlem piyasaları türev piyasalar olarak da adlandırılmaktadır (Akel, 2006:23).

Türev ürünler gelişmiş finansal sistemlerin önemli araçlarındandır. Bunun temel nedenleri (www.vob.org.tr (8 Haziran 2012));

- Vadeli işlemler bir korunma aracı olarak kullanılabilirler. Spot piyasada alınan pozisyonlara, gelecekteki fiyat hareketlerinin belirsizliğinden korunma imkanı sağlar.
- Piyasa etkinliğini arttırırlar. Türev piyasaları finanssal piyasalarda dolaşan para için alternatif yatırım olanakları sunarak, hem paranın piyasalardaki dolaşım hızının artmasına, hem de piyasaya gelen bilgilerin fiyatlara daha hızlı yansımaya yol açar.
- Türev piyasalarda işlem spot piyasalara göre genelde daha düşüktür, dolayısıyla yatırımcıların maliyeti daha azdır.

Tablo 10: Türev Ürünlerin Özellikleri

Temel Özellikler	Forward	Vadeli İşlem	Opsiyon	Swap
Riskten Korunma Aracı	Var	Var	Var	Var
Standart Sözleşmeler	Yok	Var	Var	Yok
Borsada veya Tezgahüstü Piyasada (OTC)İşlem Görme	Genelde OTC	Genelde Borsa	Her ikisinde de	Genelde OTC
Takas (Teslim) Yükümlülüğü	Şart	Nadiren	Hak kullanılırsa var	Yok
Teminat Zorunluluğu	Yok	Var	Satıcı için var	Yok
Vadeye Kadar Nakit Akışı	Yok	Var	Satıcı için var	Yok
Kredi Riski	Var	Yok	Yok	Var
Kaldıraç Etkisi	Yok	Var	Var	Yok
Hak ve Yükümlülüklerin Birbirinden Ayrı Olması	Ayrı Değildir	Ayrı Değildir	Ayrıdır	Ayrı Değildir

Kaynak: (Dönmez, 2002:8).

Türev piyasaları, ilgili mala ait arz ve talebin gelecekte olası seyri hakkında bilgi vermeleri dolayısıyla, bugün yapılacak alım-satımların sadece geçmiş fiyatların değil, gelecekteki fiyatların da dikkate alınarak değerlendirilmesine yardımcı olmaktadır. Türev piyasa işlemlerine bu derece ihtiyaç duyulmasının sebebi bu işlemlerin, finansal risklerinin daha iyi anlaşılmasını, ölçülmesini ve yönetilmesini sağlamalarıdır. Türev piyasa işlemlerinin risk azaltıcı etkisi olmakla birlikte söz konusu riskleri tamamen ortadan kaldırdığı söylenemez. Var olan riskin el değiştirmesine olanak sağlayarak, riski belli bir bedel karşılığında, korunma amaçlı işlem yapanlardan spekülasyon amaçlı işlem yapanlara aktarılmasında etkin rol oynarlar (Altun, 2001:19). Türev ürünler şunlardır (Ceylan, 2004:510):

- Futures
- Opsiyon
- Forward
- Swap

2.3.3.1.1 Futures

Futures sözleşmeler 19. Yüzyıl ortalarında Chicago Ticaret Odasında (Chicago Board of Trade- CBOT) işlem görmeye başlamıştır. 1970'li yıllara kadar buğday, mısır ve soya fasulyesi gibi tarımsal ve altın-gümüş gibi madenlere dayalı sözleşmeler yoğun olarak işlem görürken, 1980'li yılların başından itibaren finansal varlıklara dayalı future sözleşmelerin işlem hacmi artmıştır. Futures sözleşmesi, sözleşmenin taraflarını belirlenen ileri bir tarihte, üzerinde anlaşılan fiyattan, standartlaştırılmış miktar ve kalitedeki bir malı veya kıymeti alma veya satma yükümlülüğüne sokan sözleşmedir (Ceylan, 2004:325). Futures sözleşmelerin temel özellikleri şu şekilde sıralanabilir (Karatepe, 2000:11-12):

- Futures sözleşmeler, sadece organize olmuş borsalarda işlem görürler.
- Futures sözleşmelere konu olan varlığın özellikleri standartlaştırılmıştır.
- Borsaların tespit ettiği varlıklar ve standartlar dışında futures sözleşmesi yapılamaz.
- Sözleşmenin fiyatı anlaşmanın yapıldığı tarihte belli olmalıdır.
- Futures sözleşmesi, alan ve satan tarafları yükümlülük altına sokar.

Futures piyasaları esasında forward piyasalarındaki güven eksikliğini gidermek için ortaya çıkmıştır. Alıcı ve satıcı arasında üçüncü bir kurum olarak futuress piyasalar bulunmaktadır. Piyasayı bu borsa düzenlemekte ve tüm futures sözleşmeleri alım satımı bu borsada gerçekleştirmektedir ve alıcı ile satıcı birbirini tanımamaktadır. Mal ya da menkul kıymet teslimi ile ilgili tüm taahhütler borsanın garantisindedir. Piyasada belli bir çalışma saati, yeri ve kuralları vardır. Forward sözleşmelerin tersine mal teslim tarihleri ve miktarları vardır. Bu standardizasyon esnekliği azaltan bir unsur olmasına rağmen işlem hızı ve kolaylığını arttıran bir faktördür. Forward ve futures sözleşmeleri arasında fiyat konusunda da farklılıklar bulunur. Forward sözleşmelerde geleceğe yönelik fiyat belirlenmesi iki taraf arasındaki pazarlık sonucu belirlenir. Futures piyasaları ise menkul kıymet borsaları gibi çalışmaktadır. Belirli bir günde alıcı ve satıcılar emirlerini verdikten sonra arz ve talep koşulları o gün hatta o an için geçerli olan fiyat belirlenir. Futures fiyatları seans içinde değişen bilgi aktarımına ve arz ile talep koşullarına göre değişmektedir (Özalp, 2003:30).

Futures sözleşmelerinde tek değişken, alım satım sırasında oluşan fiyattır. Futures sözleşmeleri, vadeli işlem borsalarında işlem görür ve borsa takas kurumunun garantisi altındadırlar. İşlemlerin borsa takas kurumu tarafından garanti edilmesi, uygulanan teminat sistemi ile mümkün olmaktadır. Sözleşme kapsamında teminatlar potansiyel günlük zarar riskini karşılayacak şekilde borsa tarafından belirlenir. Futures sözleşmelerinde alım satım yapmak isteyen yatırımcıların sözleşme bazında belirlenmiş olan teminatları yatırma zorunluluğu vardır. Teminat sistemi ile işlemlerin garanti edilmesi ve sözleşmelerin standart hale gelmesi, futures sözleşmelerinin alım satım aracına dönüşmesini sağlamıştır(www.vob.org.tr. (8 Haziran 2012)).

Futures sözleşmelerinde pozisyon alan yatırımcı vade sonuna kadar beklemek zorunda değildir (Madura, 1989:246). Vadeli işlem sözleşmelerinde yatırımcı ilk pozisyonunu alım veya satım yönünde başlatma tercihinde sahiptir. Yatırımcı satım konu olan ürünü gelecekte teslim etme yükümlülüğü ile satmış olacağı için işlem gününde satacağı ürüne sahip olmak zorunda da değildir. Futures sözleşmelerinin bu özelliği, riske karşı korunmak isteyenlerin risklerini, risk alarak kazanç elde etmek isteyen spekülörlere devretmelerine imkan vermektedir (www.vob.org.tr. (8 Haziran 2012)).

Futures işlemler piyasalarda iki önemli görev üstlenmektedir. Bunlardan biri fiyat belirlemek diğeri ise risk transferidir. Futures piyasaları malların gelecekteki fiyatlarına ilişkin bilgi verirler. Bu sebepten future fiyatlar, cari fiyatları tahmin etmede kullanılabilir en iyi göstergelerden biridir. Ayrıca futures işlemler, riskten kaçan hedger'lerin riskini kar amacıyla riski kullanabilecek spekülörlere transfer ederler (Aksel, 1995:51-2).

Riskten korunmak için futures sözleşmelerine taraf olanlar, fiyatlar, döviz kurları ve faizlerde oluşabilecek değişimlere karşı, risklerini transfer etmek istemektedirler. Spekülörlere ise söz konusu değişimlerden yararlanarak kar elde etmeyi amaçlarlar. *“Spekülörlerin varlığı futures piyasalar için hayati öneme sahiptir.”* Spekülörler arz talep arasındaki açığı kapatarak piyasada fiyat oluşumuna ve likiditenin sağlanmasına yardımcı olurlar. Ayrıca futures piyasası fiyatları, gelecekteki spot piyasa fiyatları hakkında bilgi vererek yatırımcılar için yol gösterici rol oynamaktadır (Nurcan, 2005:30).

2.3.3.1.2 Opsiyon

Opsiyon Latince kökenli bir sözcük olarak tercih, seçim gibi anlamlara gelir. Genel bir ekonomik kavram olarak da bir varlığı (mal, döviz, menkul değer) belirli bir sürede, sabit bir fiyattan satın alma veya satma hakkı veren araçlar için kullanılır (Seyidoğlu, 1994:85). Opsiyon tanım itibariyle, satın alan taraf herhangi bir ürünün fiyatı bugünden sabitlemek koşulu ile bu ürünü ileriki bir tarihte satın alma ya da satma hakkını veren anlaşmadır (Gündüz ve Tural, 1995:5). Opsiyon sözleşmeleri, tarım ürünleri, kıymetli madenler veya enerji üretiminde kullanılan ürünler gibi emtia üzerine düzenlenebileceği gibi döviz, faiz oranları, hisse senedi endeksleri veya futures sözleşmeleri gibi finansal değerler üzerine de düzenlenebilir (Akçaoğlu, 2002:28).

Opsiyon sözleşmeleri, ilk olarak 19. yüzyılda tezgah-üstü piyasalarda hisse senetleri üzerine alım ve satım hakkı sağlamak üzere düzenlenmiştir. Bununla beraber, 20. yüzyıla kadar opsiyon işlemleri ile ilgili fazla bilgi yoktur. 1900'lerin başında bir grup broker ve dealer bir araya gelerek, Satım ve Alım Opsiyonu Broker ve Dealerları Derneği (Put and Call Brokers and Dealers Association-PCBDA)'ni kurmuş ve bir opsiyon piyasası oluşturmuşlardır. Bu piyasada opsiyon alıcısı ve satıcısı söz konusu

aracilar tarafından karşılaştırılmakta, eğer satıcı bulunamazsa opsiyon, bu aracilar tarafından satılmaktadır. Aracilar arası bu tezgahüştü opsiyon piyasası, likidite eksikliğinin yanısıra araciların iflası durumunda yükümlülüklerin karşılanamaması riskini taşımaktadır (İMKB, 2001:467.).

Opsiyon sözleşmesi, opsiyon alıcısına belirli bir ücret karşılığında bir finansal değerin alımı veya satımına ilişkin seçim hakkı (opsiyon hakkı) tanıyan bir sözleşmedir. Bu sebeple opsiyon sözleşmesinin konusunu opsiyon hakkı oluşturmaktadır (Kırca, 2000:201). Opsiyon hakkı, opsiyon alıcısına, tek taraflı irade beyanı ile bir satım sözleşmesi kurma hakkı tanımaktadır (Kocayusufpaşaoğlu vd., 2008:110).

Opsiyon, elinde bulundurana, bir prim karşılığında, belirlenen süre içinde önceden anlaşmaya varılan fiyat üzerinden, cins ve miktarına göre belirlenen sayıda finansal varlığı satın alma ya da satma yetkisi veren bir haktır; ancak yükümlülük değildir (Fettahoğlu, 1991:27). Opsiyonların diğer risk yönetimi amacı ile kullanılan enstrümanlardan farkı ise bunların alıcıya bir hak sağlayıp, alıcıyı ürünün alımı ya da satımı konusundan herhangi bir yükümlülük altında bırakmamasıdır (Aksoy, 1998:214).

Opsiyon sözleşmelerinde belirtilmesi gereken 5 temel özellik mevcuttur. Bunlar (Ceylan, 2004:305):

- Opsiyon türünün belirlenmesi (satma veya satın alma opsiyonu gibi),
- Ürünün (teslim edilecek malın) belirlenmesi,
- Ürünün kullanım fiyatının belirlenmesi,
- Ürünün miktarının belirlenmesi,
- Opsiyon sahibinin işlem hakkını kullanabileceği zaman aralığının belirlenmesidir.

Birçok ürün opsiyon sözleşmelerinin konusunu oluşturabilmektedir. Dolayısıyla opsiyonun dayanağını oluşturan varlıklar, fiziksel bir mal olabileceği gibi finansal bir ürün veya endeks de olabilir. Bu bağlamda finansal piyasalarda, hisse senetleri, tahviller, endeksler, dövizler opsiyon sözleşmelerinin konusunu oluşturabilmektedir (Civan, 2004:358). Alım opsiyonlarında uygulama fiyatı, opsiyon sahibinin o hisse senedini alma hakkına sahip olduğu fiyattır. Satım opsiyonlarında uygulama fiyatı,

opsiyon sahibinin o hisse senedini satma hakkına sahip olduğu fiyattır. Anlaşma fiyatları ise, anlaşma fiyatları, piyasa fiyatının biraz üstünde ve altında seri fiyatlar olarak borsa tarafından belirlenir. Fiyat belirlenmesinde hisse fiyatına uygun fiyat basamakları kullanılır (Karan, 2001:609).

Opsiyon alıcısının, satın alma ve satma hakkını elde edebilmek için, opsiyon satıcısına ödediği tutara, opsiyon fiyatı veya primi denilmektedir. Opsiyon primi, her bir hisse senedi için belirlenir ve günlük olarak dalgalanma gösterir. Opsiyonu satan taraf, alan tarafa belli bir süre fiyat garantisi vermekte yani opsiyon alan tarafa bir sigorta hizmeti sunmaktadır. Söz konusu fiyat garantisi karşılığında, satın alanın, satan tarafa ödediği fiyat primdir. Prim, sözleşme satın alınırken peşin olarak ödenir ve opsiyonun kullanılmaması durumunda iade edilmez. Primler tezgahüstü piyasalarında işlem hacminin belirli bir yüzdesi olarak, borsalarda ise, üzerine opsiyon yazılan yabancı para basına yerel para birimi olarak talep edilir (Ceylan, 2004:308; Apak, 1995:38).

Standart bir opsiyon sözleşmesi, belli bir büyüklüktedir. Başka bir ifade ile, sözleşmede alım-satımına konu olan finansal aracın belli bir sayıda alınıp satılması gerekmektedir. Opsiyon sözleşmelerinde standart miktar 100 adettir (Kırkulak, 2001:10). Opsiyon sözleşmelerinde vade sonu tüm hakların elde edilebileceği son tarihtir. Eğer opsiyon bu tarihe kadar uygulamaya konulmamışsa; opsiyon sahibinin hiçbir hakkı kalmayacağı gibi, opsiyon verenin de tüm yükümlülükleri ortadan kalkacaktır ve opsiyonun hiçbir değeri kalmayacaktır (Karan, 2001:611).

Eğer bir alım opsiyonunun yazılı olduğu hisse senedinin piyasa fiyatı işleme koyma fiyatını aşıyorsa bu opsiyon kardadır demektir. Ters durumda opsiyon zarardadır. İşleme koyma ile piyasa fiyatı birbirine eşit durumda ise bu opsiyon başabaş olarak adlandırılır. Satış opsiyonunda piyasa fiyatı ile işleme koyma fiyatının altında ise opsiyon karda, tersi durumda zararda ve eşit olduğu durumlarda da başa baştır (Canbaş ve Doğukanlı, 1997:94; Apak, 1995:33).

2.3.3.1.3 Forward

Vadeli işlemlerin tarihsel gelişiminde forward işlemler, ilk durak noktasıdır. Mevsimsel etkiler ve depolama güçlükleri gibi nedenlerle ürünlerin fiyatlarında yaşanan dalgalanmalar tüccar ve üreticileri yeni arayışlara ve sonuçta forward işlemlerin keşfine

yönelmiştir (Tufan, 2001:8). Forward piyasaları ileriki bir tarihte teslim edilecek herhangi bir malın vadesi, miktarı ve fiyatının bugünden belirlenerek sözleşmeye bağlandığı işlemleri içerir (Gündüz ve Tural, 1995:4). Forward sözleşmeler, vadeli işlemlerin en basit biçimidir. Forward piyasasında mal ya da finansal varlık alma ve teslim anlaşması arada üçüncü bir taraf olmaksızın, alıcı ve satıcı arasında belirlenen miktarlar üzerinden yapılmaktadır (Özalp, 2003:27).

Forward işlemler tanımı gereği, standardizasyon olmadığı, tarafların sözleşme yaparken her türlü serbestliğe sahip oldukları işlemlerdir. Tarafların sözleşme yapmaları gereken sınırlı bir fiziksel mekân söz konusu olmadığı gibi, sözleşmelerin alım-satımı için de bir mekanizma ya da organizasyon mevcut değildir. Forward işlemlerde, teslimi garanti eden herhangi bir kurum ya da kuruluş da yoktur (www.baskent.edu.tr (9 Haziran Perşembe)).

Forward sözleşmeleri bir örnekle açıkladığımızda; yurtdışında verdiği bir sipariş için 3 ay sonra 1.000.000 dolara ihtiyaç duyacak olan bir firmanın, doların aşırı yükselmesinden korumak için bugünden doların fiyatını sabitlemek için 1.000.000 doları 3 ay sonra 1.700ytl/\$ üzerinden satın almak üzere yaptığı anlaşma bir forward sözleşmesidir (Kılıç, 2002:23-4).

Forward sözleşmede, alıcı ve satıcı taraflar arasında yapılan ve aşağıdaki özellikleri taşıyan bir anlaşmadır (<http://politics.ankara.edu.tr> (9 Haziran 2012)).

- Sözleşmede önceden belirlenen ileri bir tarihte, alımı ve satımı yapılacak dövizin miktarı belirtilir.
- Sözleşmede teslim yeri belirtilir.
- Sözleşmede teslim fiyatı belirtilir.
- Yukarıdaki koşullara bağlı olarak, satıcının alıcıya karşı satım, alıcının satıcıya karşı alım yükümlülüğü vardır.
- Bazı durumlarda gerçekleşen küçük bir miktar hizmet ücreti dışında, satışın gerçekleştiği tarihe kadar hiçbir para el değiştirmez.
- Anlaşmayı yapan her iki taraf sözleşmenin şartlarını pazarlık yoluyla belirler.

Forward sözleşmeler ile belirli bir varlığın (mal, döviz, faiz) belirlenen ileriki bir tarihte, iki tarafın üzerinde anlaşıldığı bir fiyattan teslimi şartları belirlenir. Sözleşmede varlığın özellikleri, teslim ve ödemenin yapılacağı tarih, teslim yeri, yöntemi, miktarı ve fiyatı olmak üzere tüm ayrıntılar mevcuttur. Forward sözleşmelerde alıcı belirli ihtiyacını karşılayacak bir varlık için sözleşme yapmak ister, bu sözleşmenin gerçekleşebilmesi için aynı özelliklere sahip ve aynı miktarda mal veya finansal aracı teslim etmeye istekli başka bir tarafın bulunması gerekir. Sözleşmenin belirli bir şekli yoktur, işleme özgü düzenlenir. Sözleşmenin sonunda iki taraf da her yönü sözleşmede belirtilen şartlara bağlı kalırlar. Sözleşmelerin özellikleri nedeni ile bu sözleşmelerin devri kolay olmamakta dolayısıyla bir ikincil piyasa bulunmamaktadır. Sözleşmede yer alan taraflardan birisinin sözleşme şartlarını yerine getirememesi riski ve ilerideki fiyat değişiklikleri konusunda belirsizlik bulunmaktadır (Yükü ve Yücel, 1995:3).

Forward sözleşmelerde, forward konusu ürünlerin fiyatlarının belirlenmesinde genelde gizlilik söz konusudur. Bunun nedeni alım ve satım işleminin temelde halka açık bir piyasada yapılmamasıdır. Forward işlemi aracısız da yapılabilir. Yani aracı bir kurumun veya bankanın olması sözleşmenin yapılma koşulunu oluşturmaz. Forward konusu ürünün alıcısı ve satıcısı genelde birbirini tanırlar. Forward da borsa şeklinde organize olmuş bir piyasanın varlığı aranmaz. Taraflar istedikleri bir mekanda forward işlemini gerçekleştirebilirler. Forward sözleşmelerde alıcının ve satıcının haklarını teminat altına alan takas odası uygulaması yoktur. Borsa kurallarına göre teminat veya marjin sistemi uygulaması da yoktur. Forward sözleşmelerine konu olan varlığın teslim yeri, teslim zamanı, miktarı, kalitesi gibi konularda standartlaşma aranmamaktadır. Forward sözleşmeleri nama yazılıdır ve ters bir işlemle riskin devri söz konusu olmamaktadır. Forward işlemin yapıldığı tarihten, malın el değiştireceği tarihe kadar taraflar arasında para transferi olmaz. Forward da günlük hesaplaşma veya sözleşmenin değerini güncelleştirme, piyasa değerine dönüştürme, kar veya zarara ait, vadeden önce nakit akış işlemi yapılmamaktadır. Forward ile ilgili kesin kâr veya zarar genelde vade sonunda ortaya çıkmaktadır (Örten ve Örten, 2001:40).

Forward sözleşmelerinin avantaj ve dezavantajlarını şu şekilde maddeleştirmek mümkündür (Civan, 2004:329):

- Avantajları
 1. Forward sözleşmeleri, spot kurlarda söz konusu olan dalgalanmaları göz önünde bulundurmaksızın alınan ve satılan parayı belli bir kur üzerinden kesinleştirir.
 2. Vadesinde yerine getirilmesinden dolayı nakit akışlarında kontrolü sağlarlar.
 3. Forward kurlarının faiz oranı farklılıklarına rağmen kolaylıkla hesaplanabilmektedir.
- Dezavantajları
 1. Forward işlemleri bağlayıcı olduklarından yeterince esnek bir riskten korunma ve spekülasyon aracı değildir.
 2. Sözleşmenin yapıldığı tarihteki fiyat üzerinden alım satım işlemleri yapılır ve bu durum belirsizliği ortadan kaldırmaktadır. Fakat tarafların zarar olasılığı her zaman mevcut bulunmaktadır.
 3. Forward işlemleri, sözleşme kapsamında hükme bağlanan kurlar çerçevesinde aleyhteki değişimlere karşı borçlu tarafı korumaktadır. Ancak borçlu tarafın lehine olan gelişmelerden ise borçlu tarafın yararlanma olanağı olmamaktadır.

2.3.3.1.4 Swap

Swap İngilizce kökenli bir sözcük olup; değiştirme, kaydırma ve takas anlamına gelmektedir (Ersan,1998:166). Tanım olarak swap, iki taraf arasında birbirlerinin nakit akışlarını belirli bir süre için değiş-tokuş etmek amacıyla yapılan anlaştıkları bir finansal işlemdir, yasal bir sözleşmedir. Swap kelimesinin Türkçe karşılığı takas ya da değiş-tokuş olarak kabul edilebilir (Aksoy, 1998:211). Diğer bir ifadeyle swap; döviz kurları ve faiz oranları riskine karşı geliştirilen, fon kullanıcılarına farklı piyasalardaki uygun fonlara erişebilme, bu fonların uygun kullanımını sağlama, riski azaltma ve sabit faizli bir fonu değişken faizli bir fona değiştirme imkanı veren finansal bir tekniktir (Bal, 2001:148). Başka bir tanımda da swap işlemleri, farklı kuruluşların farklı finansal piyasalardaki, farklı kredi değerliliklerine bağlı olarak, farklı kredi şartları ile karşı karşıya kalmaları ve bu farklılıklardan swap işlemine taraf olanlardan her birinin yararına olacak şekilde sonuç sağlayan işlemler şeklinde tanımlanır. Swap işlemlerinin özelliklerini genel olarak aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (TSPAKB, 2002:8):

- Belirli döviz fonlarına erişebilme yeteneği veya erişme güçlükleri,

- Değişken faizli fon sağlayabilme yeteneğine karşın, sabit faizli fon bulmada karşılaşılan zorluklar,
- Belirli bir döviz üzerinden elde edilebilen ihracat ve diğer kredilerin varlığı ve farklı bir döviz cinsinden fon edinme zorunluluğu,
- Belirli bir piyasada birincil borçlanma için gerekli likiditenin bulunmaması,
- Aynı şekilde bazı piyasalarda erişilen vadelerin kısalığıdır

Swap işlemin başladığı yıllarda aracı kurumların görevi sadece swap yapmak isteyen iki tarafı bir araya getirmektir. Bunun için aynı vade ve aynı miktarda borç almış olan iki tarafın bulunması gerekmektedir. Ancak swap piyasasının gelişmesiyle birlikte aracı kurumlar, swap işlemini karşı tarafı bulmadan ve riski kendi üzerlerine alarak da kabul etmeye başlamışlardır. Aracılar, swap işlemine giren her iki taraf için de karşı taraf olarak faaliyette bulunabilmektedirler. Bu nedenle swap işlemine giren taraflar, diğer swap işlemcisini bilmek veya tanımak zorunda değildir. Ödemeler ve değişim, aracı banka tarafından yapılmaktadır. Bu nedenle swap, banka açısından tek bir tarafla ve tek bir işlemle yapılan bir işlem olma özelliği de kazanabilmektedir (Önce, 1995:24).

Swap işlemleri tezgahüstü piyasalarda yapıldığından herhangi bir katılımcı kısıtlaması bulunmamaktadır. Karşı tarafın kredi riskini kabul eden herkes swap işlemi yapabilir. Aktif olarak swap işlemi gerçekleştiren kurum ve kuruluşlar arasında Dünya Bankası, Asya Kalkınma Bankası gibi çok uluslu kuruluşlar, hükümetler, birden fazla ülkede ticaret yapan firmalar, bankalar ve uluslararası tahvil piyasasında ihraç yapamayan küçük firmalar sayılabilir. Karşı tarafın kredi riskini hesaplamada güçlük çeken firmalar, genellikle diğer bir firmayla swap işlemi yapmak yerine, bir aracıyla işlem yapmayı tercih etmektedir. (Dönmez vd., 2002:158).

Swap piyasasının gelişmesindeki en önemli nedenlerden birisi, swapın bir para piyasası aracı olmaktan çıkarak, bir kredi piyasası aracı haline gelmesidir. Swap işlemleri krediden farklı olarak son derece hızlı bir şekilde gerçekleştirilir. Swap işlemleri, ülkeler açısından özellikle ödemeler bilançosunda geçici nedenlerle ortaya çıkan açıkları finanse etmek veya ulusal paradan spekülasyon kaçışları önlemek için yapılır. Bir ülkenin ulusal parası değer kaybettiği zaman spekülasyonlar, güçlü paralara yönelirler. Bu durumda swap anlaşmaları, ülkelerin başvurabileceği güvenlik aracı

durumundadır. Böyle durumda, swap sözleşmeleri aracılığıyla, sağlam paralı ülkelerin paraları elde edilerek, merkez bankasının piyasaya yapacağı müdahalelerde kullanılmaktadır. Böylece spekülasyon hareketleri durdurulduğu zaman, swap işlemi amacına ulaşmış olur. Bundan sonra yapılacak işlem, alınan bu dövizleri iade etmek ve karşı ülkeye verilen ulusal paraları geri almaktır. Swap sözleşmeleri, büyük işletmeler tarafından avantaj sağlamak amacıyla kullanılır. Bu avantajlardan birisi arbitraj diğeri ile korunmadır. Swap, işletme yöneticilerine hem riskleri azaltma hem de gelirlerini artırma olanağı veren bir yöntemdir. Yöneticiler yapacakları swap işlemleriyle ihtiyaçlarına göre borçlarını yeniden değerlendirmek için araç sağlamakta, para cinsinin ve araç tipinin avantaj sağladığı yerlerden borçlanabilmektedir. Böylece, swap aracılığıyla, işletme, kaynaklarını etkin şekilde kullanabilmektedir. Swap işlemlerinin kullanılma amaçlarından biri de taraflara, bazı vergi yasalarından ve bir takım ekonomik düzenlemelerden kaçınma olanağı sağlamasıdır. Bu durum, genellikle, swap yapanların farklı ülkelerde olmaları durumunda geçerlidir. (Ceylan, 2007:385-86).

Bankaların yanı sıra aracılık faaliyetlerinde bulunan diğer kuruluşlar da, ticari kar elde etmek veya komisyon almak amacıyla swap işlemine yönelirler. Bu kuruluşlar da aynı bankalar gibi döviz ve faiz swaplarının gerçekleştirilmesi için karşılıklı ihtiyaçları tespit ederek tarafları bir araya getirebilmektedirler. Bu aracı kurumlar garantörlük ve aracılık görevleri karşılığında ana paranın 1/16'sı ile 1/18'i arasında değişen komisyonlar almaktadırlar (Başçı, 2003:20-1).

Swap işlemi, fon ihtiyacı olan bir ya da iki taraf ile aracılar ya da bankalar tarafının oluşturduğu yapıdan oluşmaktadır. Hem maliyetinin az oluşu hem de sağladığı avantaj üstünlükleri nedeniyle faiz oranı swapının uygulama oranları genel swaplar için de % 80 oranına ulaşmaktadır (Mengütürk, 1995:319).

Swap işlemleri genelde orta vadeli işlemlerdir. Vade 3-10 yıl arası bir süreyi kapsayabilmektedir. Uygulamada çoğunlukla 1 yıldan az, 1-5 yıl ve 5 yıldan fazla şeklinde ifade edilebilen 3 vade türünde faiz oranı swaplarının kullanıldığı görülmektedir (Ceylan, 1998:23).

Aracı Kuruma veya Bankaya ödenen komisyon ve masrafların dışında faiz oranı swapının en önemli maliyeti faiz yüküdür. Yapılan swap anlaşmasına göre bir varlık

veya borca ilişkin periyodik ödemeleri değiştirmek üzere, yıllık dönemler için, belirli bir anapara miktarına bağlı olarak faiz ödemelerini sabit orandan değişken orana; değişken orandan sabit orana ya da değişken oranın bir türünden diğer bir türüne değiştirilebilir. Böylece aynı para biriminden olan borçların sadece faiz ödemelerinin yapısı değişmektedir. Birbirinden bağımsız iki firma farklı kaynaklardan elde ettikleri kredilerin sadece faiz yüklerini değiştirerek swap edebilmekte ve böylece kendi piyasalarındaki göreceli üstünlüklerine göre her iki taraf da avantaj sağlayabilmektedir (Önce, 1995:25). Swap işlemlerinin sağladığı avantaj ve dezavantajları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (Büyükbakan, 2003:23):

- Swap işleminin avantajları

1. Kredi arbitrajı sayesinde işletmeler fonlama maliyetlerini azaltabilirler.
2. İşletmelerde etkin aktif ve pasif yönetimi sağlar.
3. Farklı piyasalara erişim imkanı sağlar.
4. Yeni kredi kullanma maliyetinin altında bir maliyetle yeni kaynaklara ulaşım imkanı sağlar.
5. Farklı vadelerle sözleşme imkanı sağlar.
6. Ticari sırları korumaya imkan verir.
7. Üstlenilmiş olan riskleri azaltıcı veya ortadan kaldırıcı etki yaratır.

- Swap işleminin dezavantajları

1. Kredi, faiz ve kur riski tamamen ortadan kalkmaz.
2. Resmi ve organize bir piyasası bulunmamaktadır.
3. Sözleşmelerin belirli bir standardı bulunmamaktadır.

2.3.3.2. Kredi Türevleri

Kredi riski taşıyan bir finansal varlığın potansiyel getirisinin, üzerinde önceden anlaşılan belli bir seviyenin altına düşme riskine karşı, o varlığın kendisine dokunmaksızın, söz konusu riski başka bir kişiye ya da gruba transfer etmeye yarayan ve başka bir finansal üründen hareketle türetilen finansal sözleşme tipine kredi türevi

adı verilir (Kunt ve Taş, 2008:80). Özetle, kredi türevleri gelişmekte olan ülkelerde, esas olarak dış piyasalarda ihraç edilen bonolar için koruma sağlayan ürünlerdir Kredi türevleri beş başlıkta ele alınır. Bunlar (Alkan, 2009:477):

- Kredi Temerrüt Takası (Swap) (Credit Default Swap-CDS)
- Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligations-CDO)
- Teminatlandırılmış Mortgage Yükümlülükleri (Collateralized Mortgage Obligations-CMO),
- Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (Asset Backed Securities-ABS)
- Mortgage'a Dayalı Menkul Kıymetler (Mortgage Backed Securities-MBS)'dir.

2.3.3.2.1. Kredi Temerrüt Takası (Swap) (Credit Default Swap-CDS)

Kredi temerrüt takası/swapı en sade anlamıyla kredi riskini etkin bir biçimde yönetme amacıyla satın alınan çeşit finansal sigorta sözleşmesi olarak tanımlanabilir. Diğer bir deyişle herhangi bir finansal kredinin geri ödenmeme riskine karşı alacaklı tarafın parasını koruma altına alan, bunu da belli bir bedel karşılığında yapan kredi türevleri olarak ifade edilir (Kunt ve Taş, 2008:78). IMF'nin hazırladığı rapora göre en çok işlem gören kontratlar Brezilya, Rusya, Meksika, Türkiye ve Venezüella'nın dış piyasalara ihraç ettiği tahvillere karşılık yapılan türev işlemlerdir. Çünkü kredi temerrüt swapları, ülke bonolarının temerrüde düşme riskine karşı kullanılan korunma (hedging) amaçlı ürünlerdir. Deutsche Bank'ın Ağustos 2001'de gelişmekte olan piyasalara yönelik yaptığı araştırmada ise, bu piyasalarda işlem gören kredi türevlerinin 200-300 milyar ABD doları civarında piyasa hacmine sahip olduğu ve en çok kullanılan ürünün kredi temerrüt swapları olduğu ortaya çıkmıştır (Ateş, 2004).

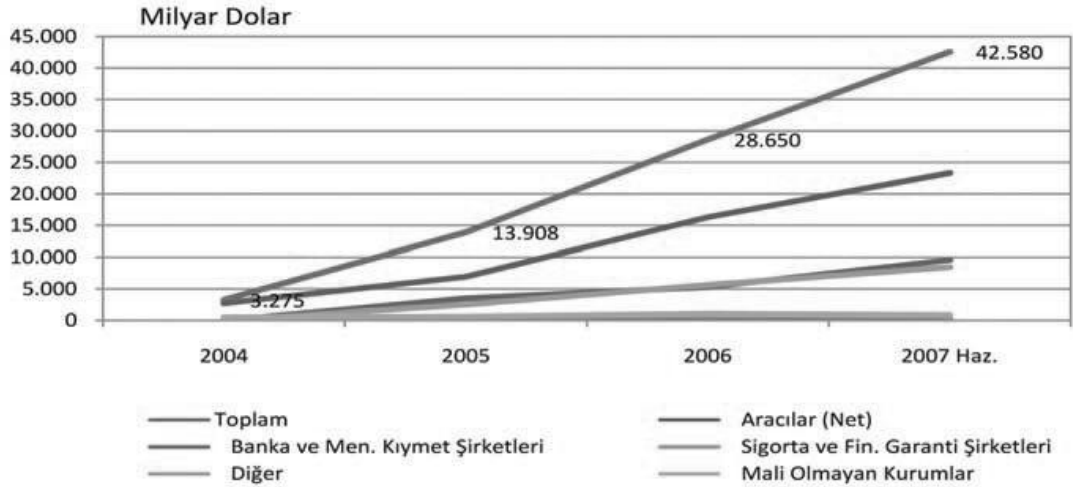
Kredi temerrüt işlemleri organize bir piyasası ya da borsası olmamasından dolayı tezgah üstü piyasada yani alıcıların ve satıcıların birbirlerini bulup aralarında yaptıkları anlaşmalarla alınıp satılmaktadır (Özel, 2008:3).

CDS'ler, taraflar arasındaki iki ödemenin takasını kapsamaktadır. Bir tarafta CDS ödemesi, diğer tarafta sadece kredi temerrüdünün gerçekleşmesi halinde yapılacak ödemedir. Bir araç olarak CDS, anlaşmaya konu olan varlığın temerrüde düşmesi halinde yükümlülüklerinin karşılanmasını sağlar. CDS'ler, kredi türevlerinin en yaygın

kullanılanı ve likit tipidir. Ayrıca kredi türevlerinin yarıdan fazlasını oluşturur (Demir vd., 2010:14). CDS'ler sistematik risk yükünü hafifletmeyi, taraflar arasında kredi riskini transfer etmeyi ve bu şekilde piyasa riskini yönetmeyi hedeflemektedir. Bu ürünler Bearns Stearns, AIG gibi kurumların kurtarılmasına sağlayan mekanizmada aktif rol almıştır (Alkan, 2009:477).

Bir işletmenin ya da bir ülkenin kredi borçlarını ödeyememe riskinin olması durumunda kredi temerrüt swapları önemli bir finansal üründür. Kredi temerrüt swapları, en çok yararlanan kredi türevi olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca alıcısının belirli risklere karşı korunması noktasında sigorta kontratlarına benzetilmektedir. Uygulamada işletme tahvilleri satın alan taraflar kredi temerrüt swapı olarak, kredilerin ya da tahvillerin ödenmemesi riskine karşı ortaya çıkacak riskleri transfer etmektedirler. Riske karşı taraflardan biri, üçüncü tarafın ödeyememe riskine karşılık diğer tarafa sigorta satmaktadır. Dolayısıyla tahvilleri alan taraf, tahvillerin ödenmeme riskine karşı kredi temerrüt swapı alır (Babuşcu ve Hazar, 2012:83).

CDS'ler kredi riskini transfer eden türev ürünlerdir. Bu işlemde korunma satın alan taraf, genellikle sözleşmenin yıllık nominal değeri üzerinden, belli bir rakam olan ve baz puan olarak ifade edilen bir primi garantör kuruma öder ve karşılığında kredi olayına karşı korunma almış olur. Korunma satan tarafından garanti edilen ödeme, kredi olayının ortaya çıkması durumunda veya diğer bir ifade ile referans kredi varlığında satın alınan ve koşula bağlanmış risk gerçekleştiğinde yapılacaktır. Burada kastedilen risk; iflas, kredi notunun düşürülmesi ya da temerrüt riskinden kaynaklanabilecek kredi olaylarıdır. Kredi olayı, temerrüt riskine karşı, koruma satan tarafın yükümlülüğünü başlatan ve korunma satın alan tarafa temerrüt ödemesini yapmasına neden olan olaydır (Kasapi, 1999:24). CDS'lerin gelişim süreci aşağıdaki şekilde gösterilmiştir (BDDK, 2008:12).



Şekil 5: CDS'lerin Gelişimi

Kaynak: (BDDK, 2008:12).

2.3.3.2.2. Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligations-CDO)

CDO'lar varlıklardan oluşturulmuş bir havuza dayandırılmış kredi araçlarıdır ve en yaygın kullanılan türevlerden biridir. Bir CDO; krediler, tahviller, mortgage kredileri, kredi kartları, tüketici kredileri gibi dayanak varlıkları bir araya getirmekte ve yatırımcılara sunmaktadır. Bu şekilde bir CDO risk profillerine göre kredi riskinin dağıtılmasına olanak sağlamaktadır. Bir bankanın bilançosu ele alındığında kredi riskine haiz varlıklar dikkat çekmektedir. Bankanın bilançosundan varlıkların kredi riskinin bir kısmını çıkarabilmek için CDS, büyük bir borç havuzunun riski bilançodan uzaklaştırılmak isteniyorsa CDO kullanılacaktır (Demir vd., 2010:14).

Kredi veren kuruluşlar, CDO gibi karmaşık yapıdaki yatırım araçları yoluyla yeni kazançlar elde etme imkânı bulmuşlardır. Bu menkul kıymetler, daha yüksek kâr elde etmek isteyen yatırımcılar için de yeni birer alternatif haline gelmiştir. Serbest fonlar gibi yüksek kaldıraçla işlem yapan fonlar, yüksek kâr elde etme isteğiyle bu tür kredi ürünlerine büyük ilgi göstermişlerdir Serbest fonlar fon büyüklüğünden daha fazla yatırım yaptıkları ve yüksek riske girdikleri için, normal şartlarda getirileri de yüksek olmaktadır (Demir vd., 2010:54).

2.3.3.2.3. Teminatlandırılmış Mortgage Yükümlülükleri (Collateralized Mortgage Obligations-CMO),

1983 yılında Freddie Mac tarafından geliştirilen teminatlı mortgage yükümlülükleri (Collateralized Mortgage Obligations-CMO), MBS'lerle ilgili erken ödeme risklerini azaltmak amacıyla oluşturulan bir menkul kıymet türüdür. Bu menkul kıymetler, ipotek kredi grubu ya da MBS portföyü, veyahut her ikisine de dayanarak ihraç edilebilirler. MPS portföyüne dayalı olarak ihraç edildiklerinde nakit akımları, dayandıkları ipotek kredi gruplarından sağlandığından, türev menkul kıymetler olarak da adlandırılmaktadırlar. Nakit akımları, dayandıkları ipotek kredi grubundan sağlanmakta, gelirleri ise bu dayandıkları guruptan farklı olmaktadır. CMO'ların dayandıkları ipotek grubundan ya da MBS'lerden sağlanan nakit akımları, CMO sahiplerine önceden belirlenen kriterlere göre dağıtılır. Teminatlı ipotek yükümlülüklerinin faiz oranları ise, dayandıkları ipotek kredi grupları ya da MBS'lerden farklılık gösterir (Fabozzi ve Modigliani, 2003:24).

Teminatlı ipotek yükümlülükleri, ipoteye dayalı menkul kıymetlerin vade belirsizliğini azaltırlar. Teminatlı ipotek yükümlülüklerinde farklı vadeli tahvil sahibi grubu bulunmaktadır. Erken ödemedeki kaynaklanacak riski, farklı tahvil grupları arasında yaydığından, oluşabilecek erken ödeme riskini azaltır. Ancak tam olarak ortadan kaldırmaz. CMO'lar yüksek getiri ve kredibiliteye sahip olmasına karşılık oldukça karmaşık bir yapıya sahiptir. Genellikle sigorta şirketleri, emeklilik fonları, portföy yönetim şirketleri, yatırım fonları gibi kurumsal tasarruf, yatırım ve finansman kuruluşları tarafından rağbet görmektedirler (Eroğlu, 2010:22).

Morgage dayalı alacakların bankalar tarafından geniş ölçüde menkul kıymetleştirilmesi birçok soruna neden olmuştur. Bu sorunlardan ilki, morgage dayalı alacakların genişlemesinden sonra bankalara acil olarak bunların tasfiye edilmesine izin verilmesi ve daha sonra bu fonların yeni morgage dayalı alacakların oluşturulmasında kullanılmasıdır. Dolayısıyla, morgage dayalı alacakların menkul kıymetleştirilme yeteneği morgage dayalı alacakların çok yüksek miktarlara ulaşmasına yardımcı olmuştur. İkinci olarak, bir tür ahlaki sıkıntıya yol açmıştır. Bankalar, morgage dayalı alacakları morgage firmaları aracılığıyla diğer yatırımcılara transfer ettiklerinden, morgage dayalı alacakları alanların geri ödeme yeteneğini dikkate almamış, ancak

alacakları (ödünç verdikleri) ve komisyon gelirleri yükselmiştir. Üçüncüsü, menkul kıymetleştirilme borç alanla fon arz eden nihai yatırımcı arasındaki bağlantıyı kırmıştır. Bu yüzden yatırımcılar borç alanların riskini gereği şekilde değerlendirememişlerdir (Akbulut, 2010:53).

2.3.3.2.4. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (Asset Backed Securities-ABS)

Menkul kıymetleştirme, bilançoda belli bir nakit akışı sağlayan alacak niteliğindeki varlıklar grubunun bir araya getirildiği havuzlara dayanılarak daha yüksek kredibilite ve tedavül kabiliyeti olan menkul kıymetlere dönüştürülüp daha geniş bir yatırımcılar grubuna satılması ve bu yolla fon sağlanmasıdır. Menkulleştirme yolu ile oluşturulan yeni borçlanma araçları Yapılandırılmış Finansman veya Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (Asset Backed Securities-ABS) olarak da adlandırılmaktadır.

Her türlü varlık menkul kıymetleştirmeye konu olamamaktadır. Varlıkların, menkul kıymetleştirilebilmesi için;

- Vadelerinin homojen olması,
- Taksitler halinde tahsil edilmesi ve sürekli bir nakit girişi sağlaması,
- Borçluların yaygın, kredi değerliliğinin saptanabilir ve geri ödeme riskinin düşük olması,
- Sabit faizli olması,
- Nakit akımlarının sağlıklı bir şekilde tahmin edilebilir ve iyi tanımlanmış bir geri ödeme planına bağlanmış olması

Menkul kıymetleştirmeyi kısaca nakit akışlarının bir havuzda toplanması ve yatırımcılara satılmak üzere mali bir varlık olarak menkul kıymetler üretilmesi olarak tanımlayabiliriz. (Alantar, 2008:143-71).

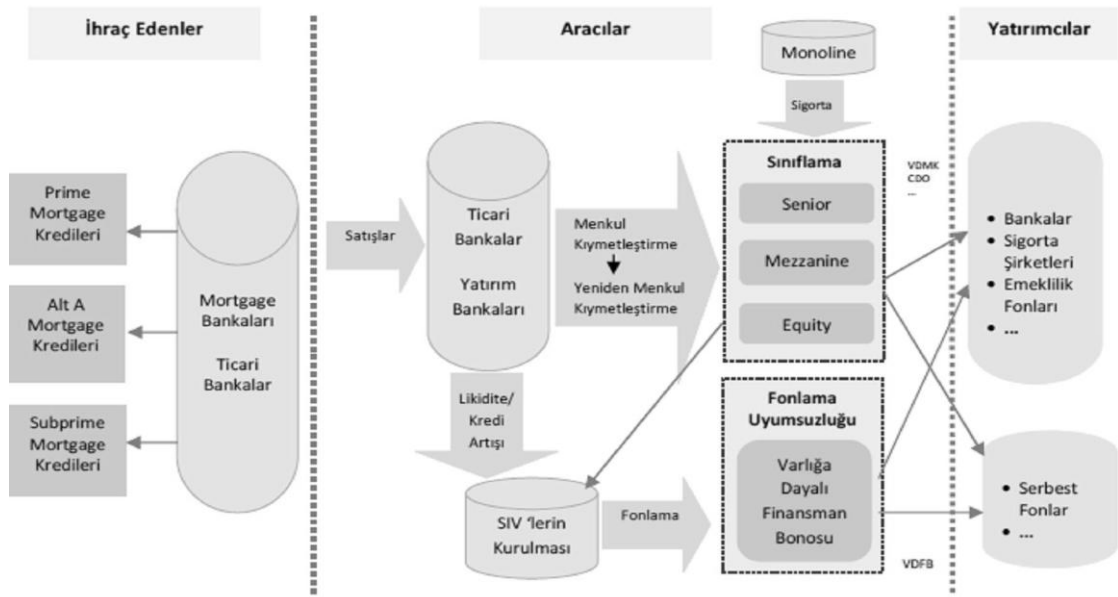
2.3.3.2.5. Mortgage'a Dayalı Menkul Kıymetler (Mortgage Backed Securities-MBS)'dir.

Mortgage dayalı menkul kıymetler, ABD'de ekonomik şartların bir gereği olarak ihtiyaçtan doğmuştur. Küçük çiftçilerin ipotekli borçlarını ödeyememeleri hükümetin ipotek garantili tahvil satışı ile soruna müdahale etmesi ve yeni bir ödeme planına

bağlanması, ipoteye dayalı menkul kıymetlerin doğuş sebebidir. Bu gelişmeler kurumsallaşmayı getirerek (Eroğlu, 2010:21),

- Geri ödemeleri garanti altına alan sigorta şirketlerinin,
- İpotek karşılığı kredi veren ve bu alacağı yatırımcılara satan ipotek bankerleri ve ipotek bankacılığının,
- Menkul kıymetleştirilen kıymetlerin ikincil piyasada alım satımını yapan aracı kurumlarının,
- İpoteğe ve menkul kıymetleştirmeye konu olan gayrimenkulün piyasa değerliliğini saptamaya yönelik bağımsız uzman incelemesi kuruluşlarının ihraç olunacak menkul kıymetin değerini yapan rating kurumlarının oluşmasını sağlamıştır.

Düzenlenmiş olan ipotek kredilerinin bir araya toplanması suretiyle oluşturulan ipotek havuzuna dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlere mortgage dayalı menkul kıymetler (Mortgage Backed-Securities - MBS) denilmektedir. Mortgage dayalı menkul kıymetler bazen ipotekten geçen menkul kıymetler olarak adlandırılırlar. Bunun nedeni menkul kıymetin özel bir makbuzla, menkule dayalı kredinin bakiyesi ve belirlenmemiş ara ödemeler üzerinden her ay ipotekçilerden öngörülen anapara ve faiz ödemesi ile yatırımcılara geçmesidir. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin nakit akımları, dayalı oldukları ipotek havuzunun nakit akımlarına bağlıdır. İpoteğe dayalı menkul kıymetler ilk defa FNMA (Federal National Mortgage Association - Fannie Mae) tarafından, daha sonrada ikincil piyasada faaliyet gösteren kamusal ve özel şirketlerin sermaye piyasasına tahvil ihraçlarıyla gerçekleşmiştir. Bu tahvillerin ihracı, hükümet tarafından sigorta edilmiş olan ipotek kredilerinin bir araya getirilmesiyle oluşturulan ipotek grubuna dayalı olmuştur (Fabozzi ve Modigliani, 2003:3-4). Aşağıdaki şekilde MBS'lerin işleyiş şekli verilmiştir (Eroğlu, 2010:21).



Şekil 6: MBS'lerin İşleyiş Şekli

Kaynak: (Eroğlu, 2010:21).

ABD, mortgage kredilerini menkul kıymetleştirerek finansal sistemi tabana yaymış ve buradan elde edilen fonlarla birincil piyasada konut kredilerinin finansmanını ve sürekliliğini sağlamıştır. Ancak, denetim eksikliği nedeniyle konut kredilerinin kullanım amacı konut edinme yerine konut spekülatoörlüğüne dönüşmüş ve sistem aksamaya başlamıştır. Konut alanların genel ekonomik görünümüne bağlı sebeplerle temerrüde düşmesi, kredi ödemelerinin kesilmesine, ardından bu kredilere dayalı menkul kıymetlere yönelik ödemelerin durmasına sebep olmuştur. Sistemin temelinde sorunlar olmasına rağmen bu kredilere dayalı menkul kıymet ihraçlarının devam etmesi menkul kıymet ihraç standartlarının kalitesini deşmesinde etkin rol oynamıştır. ABD, mortgage kredilerini menkul kıymetleştirerek finansal sistemi tabana yaymış ve buradan elde edilen fonlarla birincil piyasada konut kredilerinin finansmanını ve sürekliliğini sağlamıştır (Demir vd., 2008:7-8).

İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin işleyişini çeşitli tip, vade ve faiz oranlarında düzenlenen ipotek kredilerinin, tasarruf ve kredi bankaları, ticari bankalar ve ipotek bankaları tarafından, ipotek kredilerini düzenleyen kurumdan satın alınması yoluyla ya da belirtilen kurumların kendi düzenledikleri benzer vadelerdeki ipotek kredilerinden oluşturulan ipotek havuzunun menkul kıymetleştirilmesi ve havuzu temsil eden

kağıtların yatırımcılara satılması şeklinde tanımlanabilir. Örneğin, havuz 10 yıl vadeli ipotek kredilerinden oluşuyorsa ve herhangi bir yatırımcı bu havuza % 1 oranında yatırım yaptıysa, 10 yıl boyunca ipotek kredilerinin toplam anapara ve faiz ödemelerinin % 1'ini almaya hak kazanacaktır (Eroğlu, 2010:23).

İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin (Mortgage Backed Security-MBS) 1970 yılında piyasaya sürülmesi, ikincil piyasaların bugünkü hacmine ve düzeyine ulaşmasına katkıda bulunacak gelişmelerin ortaya çıkmasına öncülük etmiştir. İpoteğe dayalı menkul kıymetler, ipotek kredisi ihraç eden kuruluşlar tarafından, yeni ipotek kredileri için gerekli fonu temin etmek amacıyla da çıkarılmaktadır (Tantan, 1996:48).

İpoteğe dayalı menkul kıymetler ile oluşan gelişmeler ise şu şekildedir (Dalaman, 1998:64);

- İpotek piyasalarının sermaye piyasalarına entegrasyonu hızlanmış,
- İpoteklerin likiditesi artmış,
- Kurumlar, karşılaştıkları riskli menkul kıymetleştirme ile azaltma ve ek kaynak yaratabilme imkanı elde etmişler,
- Yatırımcı tabanı genişletilmiş,
- İpoteğe dayalı türev ürünlerin gelişmesi ile ikincil piyasalarda artan rekabet ve etkinliğin meydana gelmesi sağlanmıştır.

Uzun vadeli yatırım yapan kuruluşlar, ipoteğe dayalı menkul kıymetleri ipotek kredisi gruplarına tercih ederler. Bunun nedeni, ikincil piyasada ipoteğe dayalı menkul kıymetler piyasasının daha çok gelişmiş olmasıdır. Menkul kıymet, istendiğinde düşük fark ile ve kolayca satılabilir (Eroğlu, 2010:22).

2.3.3.3. Menkul Kıymetleştirme

Menkul kıymetleştirme, işletmelerin sahip oldukları kredi ve diğer alacaklarının bazı kurumlara transfer edilmesi ile menkul kıymet ihracını sağlayan bir finansman modelidir (Sönmez, 2009:80). Modern anlamda menkul kıymetleştirme uygulamaları, 1970 yılında ABD'de federal hükümetin konut ipoteklerini menkul kıymetleştirmeyi motive etmesiyle başlamıştır. 1977'de ise özel sektör kuruluşları menkul kıymetleştirme

uygulamasına geçmişlerdir. İlk olarak 1970 yılında ABD’de başlayan menkul kıymetleştirme uygulamaları, 1980’li yılların ortalarına kadar ipotekli konut kredileri şeklinde ve hükümet desteğiyle gelişimini sürdürmüştür. (Vatansever, 2000:1).

Menkul kıymetleştirme, finansal kurumların bazı alacaklarını teminat göstererek ya da alacak haklarını devrederek karşılığında menkul kıymet ihraç etmesidir. Daha geniş manada ise menkul kıymetleştirme, finansal sistemde kredi ve mevduata dayalı bankacılığın yerine fon aktarımının sermaye piyasalarında menkul kıymet ihraç etmek yoluyla gerçekleştirilmesi işlemidir (Ertuna, 1991:5). Diğer bir tanımda ise şu şekildedir: Menkul kıymetleştirme, alacakların toplanıp, alacak portföyü oluşturulup menkul değere dönüştürülmesini ve yatırımcıya satışını içerir (Akgüç, 1994:566).

1970 ve 1980’li yıllarda finans sistemi etkileyen gelişmelere paralel olarak finans dünyasında birçok yenilik yapılmıştır. Söz konusu finansal yenilikler arasında forward, future, swap, option ve menkul kıymetleştirme yer almaktadır (Vatansever, 2000:3). VDMK ya da Menkul kıymetleştirme, borçlanma aracı olarak banka kredilerinin yerini alan ciro edilebilir araçların gelişmiş halidir (Alptekin, 2009:11). Menkul kıymetleştirme kredi veren kurumun veya kredili satış yapan firmanın kredi işlemlerinden doğan alacağını satması ve alacağın söz konusu yatırımcılar tarafından finanse edilmesidir (Akgüç, 1994:566). Bu kapsamdaki aktifler arasında ikametgah amaçlı ipotekler, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları ve kira ödemeleri yer almaktadır (Alptekin, 2009:11).

VDMK’lerin kullanımının artma nedenlerinden biri OPEC’(petrol ihraç eden ülkeler) in elinde tuttuğu yatırılabilir fon fazlalığında görülen azalmanın gelişmekte olan ülkelere kredi sağlayan uluslar arası bankaları zor durumda bırakması ve bu bankaların mevduat kaynaklarında görülen azalma ile uluslar arası alanda dış borç krizlerinin yaşanmasıdır. Bu durum bankaların bilanço kalemlerindeki aktiflerin pazarlanabilir ve daha likit hale başka bir deyişle menkul kıymet haline getirilme konusunu gündeme getirmiştir. Finansal kurumlar sahip oldukları varlıkları borsada pazarlanabilir olma özelliği vererek daha hareketli ve likit olmalarını sağlarlar (Alptekin, 2009:12).

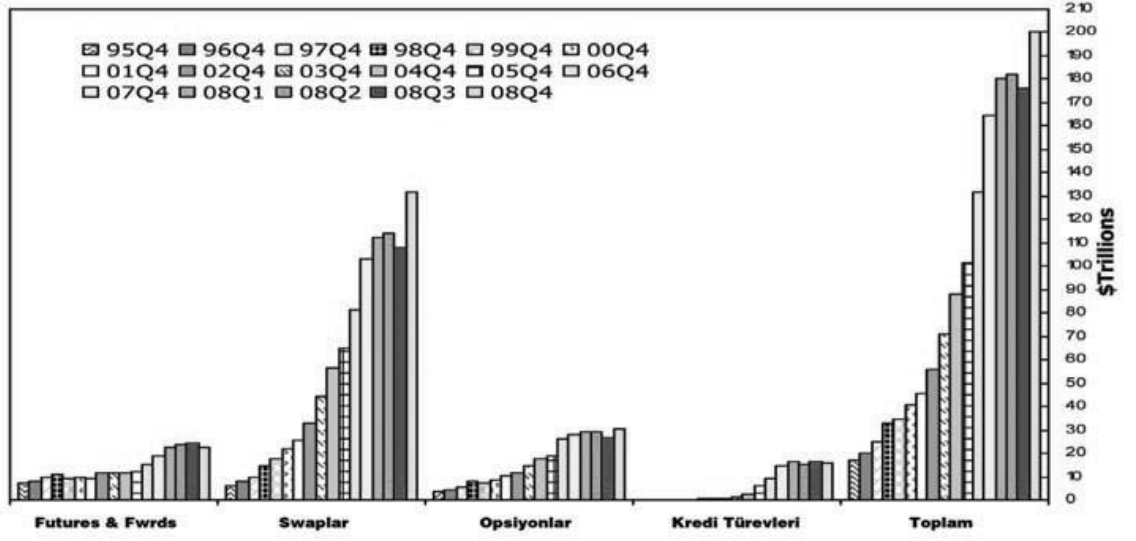
Menkul kıymetleştirmenin güçlü ve zayıf yönleri şu şekilde sıralanabilir (Doğukanlı ve Canbaş, 1997:72-3; Alptekin, 2009:12-3):

Menkul kıymetleştirmenin güçlü yanları;

- Yatırımcılar yüksek bir getiri kazanma imkânı yakalamaktadır.
- Finansman giderleri azalmaktadır. Bu durum nakit akışının daha düzenli bir şekilde girmesine neden olduğu için borçlanma maliyetlerinin azalmasına neden olmaktadır.
- Daha düşük sermaye ihtiyacı duyulmakta olup firmaların sermaye yapılarını güçlendirmektedir.
- Firmaların kendi kendilerini finanse etmelerine imkan tanımaktadır.
- Kredi ve likidite gibi risklerin belli bir süre için dağıtılmasını ve azalmasını sağlamaktadır ve şirketler için önemli bir likidite kaynağıdır.
- Aktif ve pasif dengesizlikleri giderilmektedir.
- Düşük maliyetli fon kaynağı sağlanmaktadır.

Menkul Kıymetleştirmenin Zayıf Yanları;

- Portföy kalitesini düşürmek
- Yöntemi ve sistemi nedeniyle pahalı maliyetleri içermek
- Sık ve büyük ölçekli yapılanma gerektirmek ve böylece küçük il orta ölçekli işlemler için etkili olamamak
- Sağlıklı finansal raporlamayı önlemek
- Kredi piyasasının denetim ve gözetim etkinliğini azaltmak
- Merkez Bankası'nın para ve kredi kontrolünü zorlaştırmak,
- Ekonomideki kredi stoklarını aşırı yükseltmek,
- Ahlaki (moral) tehlike ve ters seçim sorununa neden olmak



Şekil 7: Ürünlere Göre Türev Sözleşmeleri

Kaynak: (<http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-34a.pdf>, e. t., 18.06.2012).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KRİZ KAVRAMI VE 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİ

3.1. KRİZ KAVRAMI

3.1.1. Krizin Tanımı

Kriz; sosyal bilimler alanında genellikle ‘buhran’ ve ‘bunalım’ kelimeleriyle aynı anlamda kullanılır. Krizlere birçok alanda rastlanabilir bundan dolayı kriz kavramını belli bir kalıpta tanımlamak mümkün değildir. Örneğin; ekonomik kriz, mali kriz, finansal kriz, siyasi kriz, hükümet krizi, ahlak krizi vb. alanlarda krizler çeşitlenebilmektedir. Bunun dışında içinde bulunulan durumun ne derece kriz olduğu kişiden kişiye değişebilmektedir (Yıldırım, 2006:39).

Krizlerin ortamı ve bir takım göstergeleri vardır fakat krizin ne zaman ortaya çıkacağını ve kesin olarak çıkacağını söylemek mümkün değildir. Dornbusch’un dediği gibi ‘Kriz ancak patladığında görülür’. Zaten krizin kesin olduğu ve ne zaman ortaya çıkacağı öngörülebilseydi gereken önlemler alınır ve kriz engellenir ya da hiç oluşmazdı (Uygur, 2001:9).

Ekonomik krizi tanımladığımızda, herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasasındaki fiyat veya miktarda ani ve beklenmedik şekilde ortaya çıkarak kabul edilen bir sınırın ötesinde gerçekleşen ve ülke ekonomisinde büyük sorunlar yaratan şiddetli dalgalanmalardır denilebilir (Kibritçioğlu, 2001:1-2). Diğer bir tanımda ekonomik kriz, ekonomide aniden ve beklenmedik şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini mikro açıdan firmaları ciddi manada bunalıma sokacak sonuçların ortaya çıkmasıdır. Makro ekonomik krizler genel itibarıyla iki başlık altında toplanır. Bunlar; reel sektör krizleri ve finansal krizlerdir. Reel sektör krizleri; mal, hizmet ve emek piyasalarında üretim veya istihdamda daralma-durgunluk ya da işsizlik biçiminde ortaya çıkar. Finansal krizler ise ekonominin üretici kesiminde büyük

hasarlara yol açan ve piyasaların etkin işleyişini bozan finansal piyasa çöktürleridir (Işık vd., 2006:239).

3.1.2. Finansal Kriz Çeşitleri

Finansal krizlerle ilgili çeşitli tanımlar yapılmıştır. Goldstein ve Turner krizi *'kısa vadeli faiz oranları, varlık fiyatları, ödemelerin bozulması ve iflaslar ile mali kurumların iflası gibi finansal göstergelerin tümünün veya çoğunluğunun ani, keskin ve açık biçimde bozulması'* şeklinde tanımlarken Kindleberger finansal krizi, *'konjonktürün tepe noktasındaki dönüşün temel unsuru ve önceki gelişmenin kaçınılmaz sonucu'* olarak tanımlar (Hicabi, 2012:3). Finansal kriz genel tanımı itibariyle, döviz ve hisse senedi piyasaları gibi finans piyasalarında meydana gelen şiddetli fiyat dalgalanmaları ya da bankacılık sisteminde geri dönmeyen kredilerin aşırı artması sonucunda yaşanan ciddi ekonomik sorunlardır (Yıldıztan, 2006:51). Bu tür krizler, finansal yatırımcıların ülke koşullarının riskli hale geldiği konusundaki beklentilere bağlı olarak, giriştikleri spekülasyon atakları sonucu başlar ve bu atakların yoğunluğuna bağlı olarak şiddet kazanır (Eren ve Süslü, 2001:662).

Finansal krizlerin başlangıcında bir takım belirtiler vardır. Bunları şu şekilde sıralamak mümkündür. Faiz oranlarındaki artış, belirsizliklerdeki artış, menkul kıymetler borsasının çöktürüşü ve bankacılık sektöründe sorunların oluşmaya başlaması. Ayrıca finansal krizlerin ortaya çıkma ve yayılma süreçlerinde zaman, ekonominin içinde bulunduğu koşullar, iktisadi konjonktür, kurumsal ve politik yapı, iktisadi birimlerin tercihleri gibi faktörler etkilidir. Finansal krizlerin çıkış nedenleri şunlardır (Ural, 2003:15):

- Yanlış ekonomik politikalar
- Finansal yapıdaki zayıflıklar
- Döviz sistemi ve kurunun belirlenmesindeki hatalar
- Dışsal makro ekonomik koşullar
- Düzenleme ve denetimle ilgili sorunlar

Finansal krizlerin ortak özellikleri olmakta hepsinin kendine has özellikleri bulunmaktadır. Ortak noktaları ise hepsi ağır maliyetler oluşturmaktadır. Bu maliyetlerin en önemlileri çıktı kayıpları ve kırılğan finans sektörünü yeniden inşa etmek için harcanan finansal kayıplardır. Krizlerin bir diğer özelliği de gün geçtikçe bölgesel olmaktan çıkıp global hale gelmiş olmasıdır (Özer, 1999:29). Yükselen piyasalarda yaygın olarak görülen finansal krizleri dört ana başlıkta toplamak mümkündür. Bunlar (Oktar ve Dalyancı, 2010:5):

1. Banka Krizleri
2. Para Krizleri
3. Dış Borç Krizleri
4. Sistemik Krizler

3.1.2.1. Banka Krizleri

Bankacılık krizi, bir ya da daha fazla bankanın likidite yetersizliği ile ödeme zorluğu içine girmesi ve mevduat sahiplerinin bankaya hücum etmesi gibi nedenlerle ortaya çıkan kriz türüdür (Çinko ve Ak, 2009:63). Başka bir tanımda bankacılık krizi, banka hücumları ve mevduatların geri çekilmesi ya da bankaların varlık yapısındaki kötüleşmedir (Allen ve Gale, 1998:1245). Parasız ise bankacılık krizlerini, bir ya da birden fazla bankaya güvenin sarsılması, halkın ani ve yaygın olarak mevduatlarını bankalardan çekmek istemesi olarak tanımlar (Parasız, 1999:53).

Dünyadaki bankacılık krizleri sadece gelişmekte olan ülkelerde ve piyasa ekonomisine geçiş sürecindeki ülkelerde değil aynı zamanda sanayileşmiş ülkelerde de görülmektedir. Bankacılık krizleri teşhis edilirken sorunun tek bankadan mı ya da birkaç bankadan mı yoksa sistemik yani bütün piyasayı ilgilendiren bir sorundan mı kaynaklandığı son derece önemlidir (Ateş, 2004:204). Tek bir bankanın sorunu tüm piyasayı etkilemeyebilir fakat krizdeki bankanın bankacılık sistemi içerisindeki payının büyüklüğü krizin yayılmasında etkili olacaktır (Yay vd., 2001:140).

Bankacılık krizleri, hane halkı ve şirketlerin faaliyetlerini sınırlar, yatırım ve tüketimde azalmaya sebep olur ve finansal sektörde kredi ile ödemeler sisteminin işlerliğini olumsuz etkiler. Kriz durumunda sermayenin yurt dışına çıkışının hızlanması

banka gibi finansal kurumlara olan güvenin yok olmasına sebep olur. Bankacılık sistemine duyulan güvenin azalması, zayıf bankacılık sisteminin varlığı bankaların başarısızlığına sebep olurken sermayesi zayıf bankalara da fonlarını genişletme imkanı vermemektedir. Sonuç itibariyle bankaların kredileri azalmakta, kredilerdeki bu daralma ise diğer kesimlerin sermayelerini azaltmakta bu da firma ve hane halkının yatırım ve tüketimi kısıtlamaktadır (Altıntaş, 2004:39).

Bir krizin bankacılıktaki etkileri değişik biçimlerde ve birbirine bağlı olarak ortaya çıkabilmektedir. Krizin en önemli etkilerinden biri, bankalara yapılan hücumlardır. Bankalar mevduatların geri çekilişlerini karşılamak için varlıklarını zararına elden çıkarır. Bu durum bir bankaya ait bir durum ise krizin yaygınlaşması engellenebilir. Ayrıca, mevduatın sigortalı olması krizi daha başlamadan durdurabilir. Eğer kriz yaygınlaşırsa riskli bankalardan çekilen mevduat güvenli olduğu düşünülen bankalara doğru yönelir. Bankacılık sistemine olan güven sarsılmış ise fonlar bankalardan çekilebilerek önce kaliteye daha sonra nakde dönüşebilir ya da yurt dışına çıkma durumu söz konusu olur. Böylece birçok banka batma aşamasına gelir ayakta duran bankalar ise büyük zarar görür (Ural, 2003:15).

3.1.2.2. Para Krizleri

Para krizi, literatürde aynı zamanda döviz krizi olarak da ifade edilmektedir. Kriz, döviz kurundaki ani bir hareket ve sermaye hareketlerindeki keskin değişiklikler sonucu ortaya çıkmaktadır (Yay vd., 2001:20). Para krizleri, sabit kur sisteminde piyasa katılımcılarının taleplerini aniden ulusal para ile şekillendirilmiş aktiflerden yabancı aktiflere kaydırılması sonucu, MB'nın döviz rezervlerinin tükenmesi şeklinde ortaya çıkan krizler olarak da tanımlanabilir (Turgut, 2007:36). Bir diğer tanımlamaya göre ise Para krizi, bir ülke parasına güvenin kaybolmasıyla spekülatif fonların ülkeyi terk etmeye başlaması ve MB'nın müdahalelerine rağmen mevcut kurun sürdürülemezlikte ulusal paranın devalüe edilmesi veya tümünden dalgalanmaya bırakılmasıdır (Seyidoğlu, 1999:583).

Para krizlerini iki başlık altında incelenir. Bunlar; ödemeler dengesi krizi ve döviz kuru krizidir. Sabit kur sistemi uygulayan ülkelerdeki para krizleri ödemeler

dengesi kriz diye adlandırılarak döviz rezervlerindeki azalmaya dikkat çekilmek istenmiştir. Esnek kur sistemini uygulanan ülkelerdeki krizlere döviz kuru adı verilerek dikkat kur değişmelerine çekilmiştir (Kibritçioğlu, 2001:175).

3.1.2.3. Dış Borç Krizi

Dış borç krizi, bir ülkenin kamu veya özel kesime ait dış borçlarını ödeyememe durumudur. Özellikle hükümetlerin dış borçlarının çevrilmesi ve yeni dış kredi bulma sıkıntısı nedeniyle dış ödemenin yeni ödeme planlarına bağlanması ya da yükümlülüklerin ertelenmesi ile ortaya çıkmaktadır (Turgut, 2007:38).

Dış borç krizleri, ülkenin dış borçlarını geri ödeme, miktar ya da vadelerini tam ve eksiksiz olarak yerine getiremeyeceğini açıklamasıyla başlar. Bu tür krizlerin en önemli özelliği krizlerin geçici ve bir döneme ait olmasıdır. Ayrıca dış borç krizlerinin diğer ülkelere sıçrama gibi bir özelliği yoktur sadece borçlu ve alacaklı ülkeyi etkiler. Bu durum borç ne kadar büyük olursa olsun değişmez (Çalışkan, 2003:226).

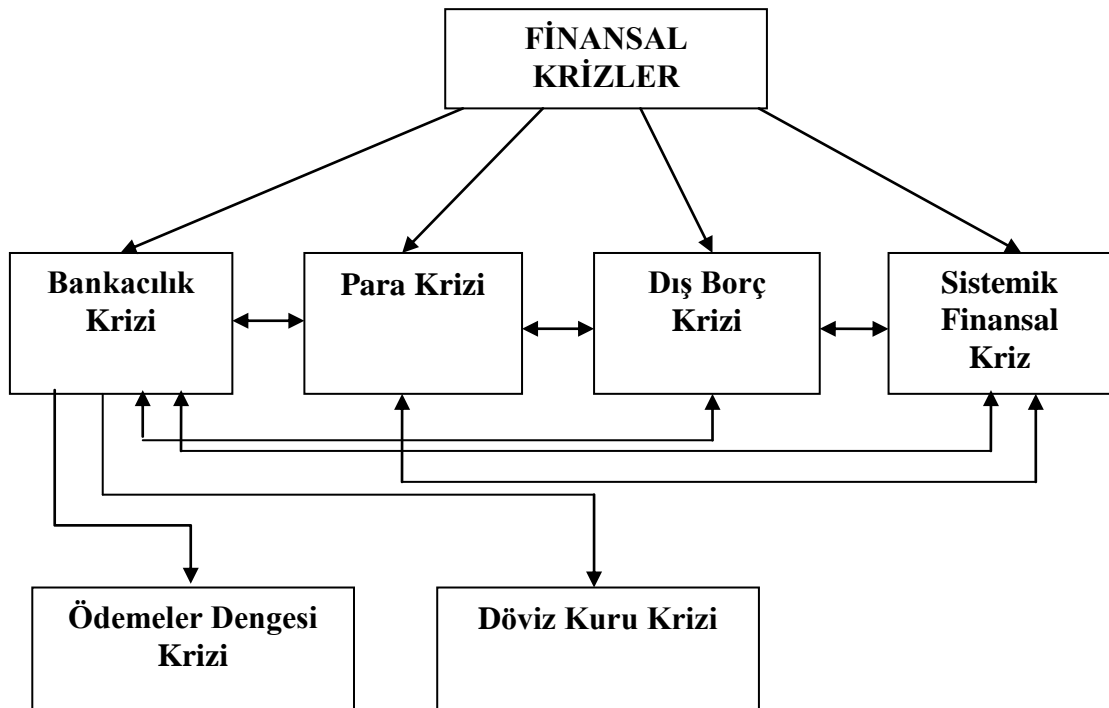
Borçlanan taraf borçlarını ödemediğinde veya borç veren tarafın ödemelerin olmayacağını düşünmesi ile yeni krediler vermeyip, mevcut kredileri geri almaya çabaladıklarında borç krizleri ortaya çıkar. Bu krizler özel ya da kamu borcundan kaynaklanabilir. Kamu sektörünün geri ödeme yükümlülüklerinin yerine getirilmeyeceği şeklindeki risk algılamaları özel sermaye girişlerinde şiddetli düşüşlere sebep olur bu durum ise para krizine sebebiyet verebilir (Delice, 2003:61).

3.1.2.4. Sistemik Krizler

Sistemik finansal krizler finansal yapıdaki ciddi bozulmalardan ve ekonomik, sosyal ve politik yaşamın yapısından ve değişkenliğinden kaynaklanır (Delice, 2003:62). Sistemik finansal krizler, finansal sistemde ortaya çıkan ve finansal sistemin varlık değerlemesi, kredi tahsisi ve ödemeler gibi önemli işlevlerini kesintiye uğratan krizlerdir (Marshall, 1998:13).

Sistemik finansal krizlerde mutlaka bir yayılma süreci vardır. Bir kurum ya da ülkedeki sorun, diğer firma ve ülkelere sıçrayabilmektedir. Bu krizler, ülkede üretim kayıplarına neden olurken milli gelir düşmekte, ekonomik kayıplar büyümekte ve ülke ekonomik etkinlikten uzaklaşmaktadır.

Anlatılan bu krizler birbirinden bağımsız olmayıp, birçok durumda farklı alanlarda başlayan bir kriz, diğer kriz türlerini de beraberinde getirebilmektedir (Delice, 2003:63). Şekil 6'da hem kriz çeşitleri şemalaştırılmış hem de krizler arasındaki bağlar gösterilmiştir.



Şekil 8: Finansal Krizlerin Sınıflandırılması

Kaynak: (Delice, 2003:63).

3.1.3. Finansal Krizleri Açıklamaya Yönelik Modeller

Finansal krizler oldukça eski dönemlere dayanmaktadır. Bu konuda yapılan çalışmalar finansal krizleri altın para standardına kadar götürmektedir. Altın standardı dönemi sonrasında finansal krizlere daha sık rastlanmıştır. Teorik olarak 1970 ve 1980'li yıllarda özellikle Latin Amerika ülkelerinde meydana gelen krizleri açıklamak

için modeller oluşturulmuştur. Bu modeller temel olarak Krugman'ın çalışmalarına dayanmaktadır (Değirmen vd., 2006:467).

Bu kriz modelleri krizlerin çeşitli kaynaklardan beslendiğini ortaya koymaktadır. Örneğin, kamu maliyesi açıkları, dış ticaret bilançosu göstergeleri, döviz kurunda meydana gelen bozulmalar, spekülasyon sermaye atakları ve yapısal nedenler. Ülkelerde yaşanan krizler zamana, ülke koşullarına bağlı olarak farklılık arz etmesi bunları açıklamaya yönelik modellerinde farklılaşmasına yol açmıştır. Henüz tüm krizleri açıklamaya yönelik tek bir model yoktur. Şimdiye kadar geliştirilen modelleri üç başlık altında incelemek mümkündür. Bunlar (Karaçor ve Alptekin, 2006:238):

- Birinci Nesil Finansal Kriz Modelleri
- İkinci Nesil Finansal Kriz Modelleri
- Üçüncü Nesil Finansal Kriz Modelleri

3.1.3.1. Birinci Nesil Finansal Kriz Modelleri

1973-1982 yılları arasında Meksika ve diğer Latin Amerika ülkelerinde ortaya çıkan para krizlerine tepki olarak geliştirilmiştir. Birinci nesil kriz modellerine göre, bir krizin meydana gelmesi için mutlaka para ve maliye politikaları ile döviz kuru arasında yani yurtiçi ilişkilerle dış ekonomik ilişkiler arasında bir uyumsuzluk olmalıdır (Değirmen vd., 2006:467). Bu modelin temel önermesi göre kriz, döviz kuru rejimi ile aşırı miktarlara ulaşan kamu kesimi borcu ve borcun parasallaşması arasındaki uyumsuzluktan kaynaklanmaktadır. Bu uyumsuzluk MB rezervleri ile idare edilirken rezervlerin azalmasıyla spekülasyoncuların ulusal paraya karşı pozisyon almalarına neden olur. Bu durum ani para krizlerine sebep olur ve kriz ulusal paranın fiyatını belli bir düzeyde korumanın zorlaşmasıyla parayı elde tutmanın cazip olmadığı ile açıklanabilir (Yıldıztan, 2006-12).

Krugman'ın 1979 yılında başlayan birinci nesil kriz çalışmasında, modeller sabit döviz kuru sistemi geçerliken yabancı döviz rezervlerinin tükenmesine neden olan ve devalüasyonu kaçınılmaz kılan aşırı yurt içi kredi büyümesi gibi politikaların sonuçları üzerine yoğunlaşmıştır. Sorunun kökeninde ya bütçe açıklarını finanse etmek amacıyla

para basmak ya da zayıf bankacılık sistemine kaynak sağlamak amacıyla iç kredi hacmi vardır (Ural, 2003:14).

Bu modele göre, hükümetin verdiği bütçe açığı, iç borçlanma ya da emisyon yardımıyla finanse edilmektedir. Bu durumda para arzının artırılması enflasyona, sermayenin kaçmasına ve beklentilerin olumsuz yönde dönmesine sebep olur. Bu da ödemeler dengesinin açık vermesi demektir. Sabit kurun devam etmesinde ısrarcı olan para otoriteleri ödemeler dengesi açığını kapatmak için rezervleri kullanmaya başlar. Eğer söz konusu gelişmekte olan ülke ise rezervleri sınırlı olduğundan sabit kur rejiminde ısrarcı olamayacak ve neticede devalüasyona gidecektir ya da parayı dalgalanmaya bırakacaktır. Kısaca özetlediğimizde birinci nesil kriz modellerine göre kriz, yanlış makro ekonomik politikalardan kaynaklanmaktadır. Kriz, paranın reel olarak aşırı değerlendirilmesi, cari işlemler bilançosunda açığın artması ve rezervlerdeki azalma ile öngörülebilir (Karaçor ve Alptekin, 2006:238).

3.1.3.2. İkinci Nesil Finansal Kriz Modelleri

1992 Avrupa Para Sistemi (ERM) içinde ve 1994 yılında gerçekleşen Latin Amerika krizleri birinci nesil kriz modelleriyle açıklanamadığı yeni finansal kriz modelleri ortaya atılmıştır (Karaçor ve Alptekin, 2006:239). 1990'lı yılların başında Avrupa ve Meksika' da çıkan ve çeşitli ülke paralarını hedef alan spekülasyon saldırıları açıklamaya yönelik olarak geliştirilmiştir. İkinci nesil finansal kriz modellerinde, ekonomi politikaları tutarlı ve hükümet sabit kuru sürdürmeye yetecek kadar rezerve sahip olsa dahi bir ülke parasına yönelik ve piyasadaki beklentilerle oluşan spekülasyon saldırıların krize sebep olacağı vurgulanmaktadır. Spekülasyon hareketleri sonucu döviz kuru değişir (Karabulut, 202:97).

Hükümetlerin ulusal para biriminin değer kaybetmesine izin vermesi ancak yurtiçi piyasalarda düzeltmelere ihtiyaç duyması ile mümkündür. Bu düzeltmelerden en önemlisi sabit kur uygulandığı için ve büyük miktarlarda olan sona erdirilemeyen iç borçlanmaların tasfiye edilmesi zorunluluğudur. Diğer bir sebep ise ücretlerdeki düşme sebebiyle işsizlik sorununun çıkması ve bu sorunu çözme kararlılığıdır. Hükümet bu sorunları çözebilmek amacıyla genişletici para politikası uygular fakat sabit kur rejimi

bu duruma engel olmaktadır. İkinci nesil finansal krizlerin üzerinde durduğu bir diğer konuda kamuoyu beklentilerinin sabit kuru korumayı ve sürdürmeyi zorlaştırmasıdır. Halk gelecekte paranın devalüe edileceğini düşünüyorsa sabit kuru korumak maliyetli olacaktır. Devalüasyon olacağı inancıyla hareket eden tasarruf sahibi parasının değer kaybedeceğini düşünerek yüksek faiz oranı talep edecektir. Bu durum borç yükünü artırarak devalüasyonu tetikler. Ücret düzeyleri yüksek tutulur ve maliyetlerde artış gözlenir bu ülkenin rekabet gücünü zedeler. Ülke eski gücünü kazanmak için devalüasyonu gerekli görecektir. Bu iki durum dışında ikinci nesil finansal krizlerin, krizi açıklayacak son sebebi de şu şekildedir. Bir ekonomide ülke şartları olumsuz giderken hükümetin sabit döviz kurunu devam ettirmek istemesi ileride devalüasyon yapılma ihtimalini doğurur. Bunu gören spekülörlerin milli para aleyhine pozisyon alması yapılacak devalüasyonun vaktinden önce gerçekleşmesine sebep olur. Sabit döviz kurunu sona erdirecek kriz, vaktinden erken gerçekleşecek ve sabit kur rejimi sona ermiş olacaktır (Akdiş, 2000:97).

Kısacası, ikinci nesil finansal kriz modellerinde birinci nesil finansal kriz modellerinden farklı olarak bütçe açıkları para basarak karşılanmamaktadır. Bu nedenle sabit kuru sürdürmek için rezervlerin azalmasına gerek yoktur. ERM krizi ekonomik büyüklükler normal seviyede olsa bile olumsuz beklentilerin yol açtığı bir kriz türüdür denilebilir (Kansu, 2006:117).

3.1.3.3. Üçüncü Nesil Finansal Kriz Modelleri

Birinci ve ikinci nesil kriz modellerinin Güneydoğu Asya krizini açıklamakta yetersiz kalmasıyla krizi açıklamaya yönelik yeni modeller geliştirilmeye çalışılmıştır. Güneydoğu Asya krizi ne bütçe açıklarının finansman yönteminin sabit kur sistemiyle tutarsızlığından kaynaklanan birinci model finansal krizlerden ne de makroekonomik büyüklükler kriz yaratacak düzeyde olmadığı halde spekülörlerin sabit kur sisteminin kalkacağı yönünde oluşan beklentilerin neden olduğu ikinci nesil finansal döviz kriz modelleriyle açıklanamadı (Kansu, 2006:119).

Üçüncü nesil kriz modelinde, krizler bulaşıcı hastalık gibi yayılan nitelikte görülmüştür. Üçüncü nesil finansal kriz modellerinde, krizlerin bulaşıcı etkileri

açıklanır. Herhangi bir döviz kuruna yapılan spekülâtif saldırılar o paranın reel değerini düşürür ve bu da ülkenin dış rekabet gücünü artırır. Bu durum ikinci bir ülkede ticaret açığı oluşmasına yol açar ve o ülkede para rezervinin azalmasına sebep olur. Bu nedenle bu ülke parasına yönelik spekülâtif saldırı başlar (Ural, 2003:14).

Üçüncü nesil kriz modellerinde, bilanço etkileri ve bankacılık sektöründeki sorunlar dikkate alınmış ve önceki modellerin aksine para ve bankacılık krizleri birlikte açıklanmaya başlanmıştır (Altıntaş ve Öz, 2007:23). Birinci nesil finansal krizlerde modelin sakıncalı unsuru mali genişleme olduğu iddia edilirken üçüncü nesil finansal krizlerde hükümet ile büyük sermayeli işletmeler arasındaki ilişkilerin sakıncalı olduğu ve krize yol açtığı ifade edilmektedir. Modelin ikinci ayağını ise fiyatlardaki ve ekonomideki tikanıklığı ifade eden ikinci nesil finansal kriz modeli oluşturur (Karaçor ve Alptekin, 2006:240).

3.2. 2008 (MORTGAGE) KÜRESEL FİNANS KRİZİ

2007 yılının ikinci çeyreğinde konut piyasasındaki bozulmalarla görülmeye başlayan küresel finans krizi, özellikle Eylül 2008’de ABD’nin beşinci büyük yatırım bankası 158 yıllık finans devi Lehman Brothers’ın iflas etmesiyle şiddetini arttırmıştır. Krizin çıktığı yer olan ABD’de dev kuruluşlar büyük sıkıntıya girmiş, kimi devletleştirilmiş, kimi el değiştirmiştir. Örneğin, elinde çok miktarda yüksek riskli konut kredisi tutan yatırım bankalarından Bear Stearns Mart ayında iflas ederek ABD hükümeti tarafından diğer bir yatırım bankası olan JPMorgan Chase’e satılmıştır. Bu iflası diğer bir yatırım bankası olan 158 yıllık Lehman Brothers ve Merrill Lynch ve sigorta firması American International Group (AIG) izlemiştir. Washington Mutual ve Wachovia gibi bankalar da iflas ederek diğer bankalara satılmışlardır. Freddie Mac, Fannie Mae, Northern Rock ve Fortis krizin sarstığı devasa kurumlardandır. Böylece dünya ekonomisi 1929 Ekonomik Buhranı’ndan bu yana yaşanan ikinci büyük buhran olarak nitelendirilen bir krizle karşı karşıya kalmıştır (Tiryaki, 2009:34). Krizin nedenleri arasında öne çıkan unsurlar şu şeklide sıralanmaktadır (Işık ve Tünen, 2011:7-10):

- 2000’li yıllardan sonra uygulanan faiz politikası,

- Mortgage piyasasında görülen bozulmalar,
- Risk denetiminde ve şeffaflıkta meydana gelen aksaklıklar,
- Menkul kıymetleştirilmenin ve türev ürünlerin artması sonucunda mali yapının daha riskli hale gelmesi,
- Denetimsiz büyüme ortamında konut fiyatlarında reel olmayan spekülasyon artışları yaşanması ve fiyat balonlarının oluşmuş olması.

3.2.1. 2008 Küresel Finans Krizinin Gelişim Süreci ve Finansal İnovasyonun Kriz Üzerindeki Etkisi

Finansal sektör büyüdükçe gerek ürün çeşitliliği gerekse finansal alanda kullanılan teknikler gelişmiş ve riskin farklı bileşenlere bölünerek satılması mümkün hale gelmiştir (Vardareri ve Dursun, 2009:138).

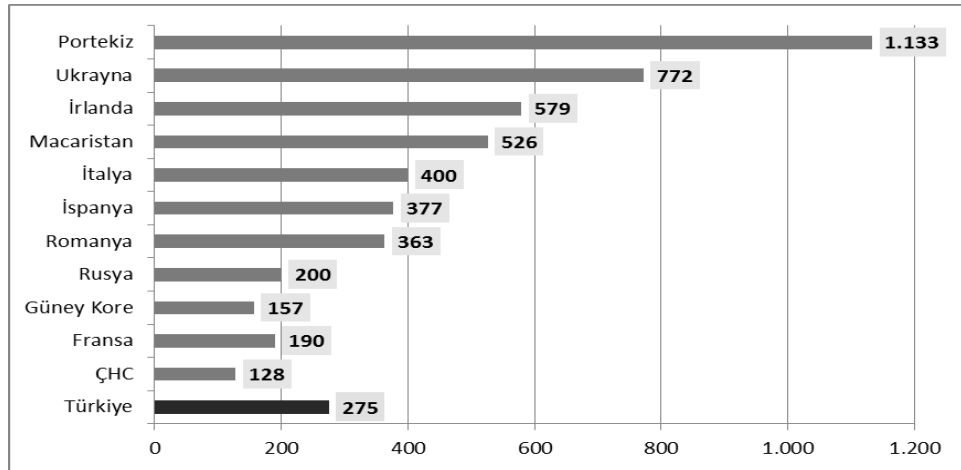
ABD'deki mortgage piyasası yaklaşık 10 trilyon dolarlık bir büyüklüğe ulaşmış ve bu haliyle dünyanın en büyük piyasası halini almıştır. Başlangıçta mortgage kredilerinin büyük kısmı yüksek kaliteli müşterilere veriliyordu. Bunlar “prime mortgage” olarak adlandırılan kredilerdi. Zamanla kredilerin verildiği müşteri portföyü yelpazesi genişlemişti. Müşteri kalitesi düşmeye başlamış ve “subprime mortgage” denilen krediler verilmeye başlanmıştı. 2008 ortalarında ABD’de subprime mortgage kredilerinin hacmi 1,5 trilyon dolara ulaşmıştı. ABD’de faizler geçmişte son derece düşük olduğundan bu kredileri kullanan düşük gelirli gruplar büyük ölçüde değişken faizleri tercih etmişti. FED’in son dönemde faizleri peş peşe arttırması ve konut fiyatlarının düşmesi, bu kişilerin aldıkları kredileri geri ödeyememe sorunlarıyla karşılaşmasına yol açmıştır (Eğilmez, 2010:66-7).

Düşük gelirli kişilerin de konut sahibi olabilmeleri için, subprime (Yüksek riskli konut kredileri) mortgage kredilerinin artışına göz yumulmuş ve denetimsiz bir yapı oluşmuştur. Bu denetimsiz yapı, kredilerin ipotek gösterilip türev piyasalarda birçok kez paketlenerek el değiştirmesi aşamasında da devam etmiştir. Türev piyasaların kontrolsüz büyümesi fakat yeterince düzenleme yapılamaması sonucunda konut fiyatlarında reel olmayan spekülasyon artışları yaşanmış ve fiyat balonları oluşmuştur. ABD’den başlayıp başta Avrupa ülkeleri olmak üzere Türkiye de dâhil birçok ülkeyi

farklı şiddetlerde etkilemiş ve halen de etkilemekte olan kriz ortamına girilmiştir (Işık ve Tünen, 2011:9):

2008 Şubat ayı itibarıyla prime kredilerin %3,4'u, near prime kredilerin %1,5'i ve subprime kredilerin %21,5'i ödeme sorunuyla karşılaşmıştır. Mortgage kredilerini, kredi faiz oranlarına göre değişken oranlı krediler ve sabit faizli krediler olmak üzere temelde 2 gruba ayırmak mümkündür. Bununla birlikte ödeme sorunu olan kredilere faiz yapısı itibarıyla bakıldığında sabit faizli kredilerin %3,5'nin, değişken faiz oranlı kredilerin ise %7,6'sının ödeme sorunu olduğu görülmektedir. Değişken faiz oranlı kredilerin oranının daha yüksek olmasının nedeni, yatırımcının kredinin ilk dönemlerinde sunulan avantajlı faiz oranlarının sabit kalacağı varsayımıyla yatırım kararı vermesidir. Ancak, sunulan avantajlı faiz imkanları ortadan kalkınca, gelir düzeyi aynı kalan yatırımcı tarafından kredi geri ödemeleri yapılamamaktadır. (Demir vd., 2008:15).

ABD konut piyasası, içinde bulunduğumuz on yılın ilk yarısındaki talep patlamasından sonra, keskin bir daralma sürecine girmiştir. Müstakil konut inşa izinleri % 52 oranında düşmüş ve mevcut konut satışları, 2005 Eylül'ünde yaptığı zirveden bu yana % 30 oranında azalmıştır (Gülşen, 2008:156).

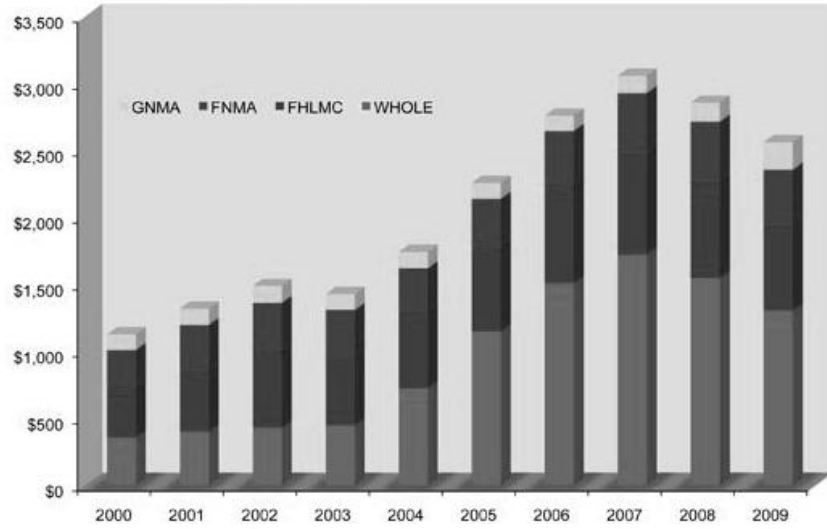


Şekil 9: Çeşitli Ülke CDS Primleri (2011 yılı 4. Çeyrek-5 Yıl Vadeli)

Kaynak: (http://www.ekonomi.gov.tr/upload/77E2DC27-ABBD-574F/E218DB9BDC426BFC/Ekonomik_Gorunum_Subat.ppt).

Ülke CDS primleri yükseldikçe algılanan risk düzeyi artmaktadır. Grafikte de görüldüğü gibi, Türkiye'nin CDS primleri çoğu Avrupa ülkesi ile kıyaslanmayacak ölçüde düşük düzeydedir.

Aşağıdaki şekilde ise teminatlandırılmış mortgage yükümlülüklerinde ödenmeyen yaklaşık borç tutarı gösterilmektedir (Eroğlu, 2010:25).



Şekil 10: Tüm CMO piyasalarında Ödenmemiş Yaklaşık Borç Tutarı

Kaynak: (Eroğlu, 2010:25).

Görüldüğü gibi türev ürünler krizin büyümesinde etkin rol oynamaktadır. Özellikle türev ürünlerin ABD ekonomisi ve tüm ekonomilerde bu denli yayılmasında denetim ve gözetim eksikliğinin olması da etkilidir (Alptekin, 2009:15).

3.2.2. 2008 Küresel Finans Krizinin Nedenleri

Carmen ve Kenneth'in "Bu Defa Farklı" kitabında 2008 küresel finans krizini şu cümlelerle anlatmaya başlar;

2000'lerin sonundaki ABD finans krizi konut fiyatlarındaki sürekli artışların, rekor dış ticaret ve cari işlemler açığından kaynaklanan bol miktarda ucuz yabancı sermaye girişinin ve bu faktörler arasındaki dinamiği harekete geçirmeye yardım eden aşırı hoşgörülü kuralcı politikaların ateşlediği

gayrimenkul piyasasındaki balonda sıkıca kök salmıştı. (Carmen ve Kenneth, 2009:267).

2008 küresel krizinin çıkış sebeplerini beş başlık altında incelemek mümkündür. Bunlar (Işık ve Tünen, 2008:7-48):

1-Finansal Yapıdaki Değişim ve Faiz Oranlarındaki Uyumsuzluk

2-Mortgage Kredi Yapısının Bozulması

3-Şeffaflık ve Derecelendirme Kuruluşları

4-Düzenleyici Kuruluşlar

5-Menkul Kıymetleştirme

3.2.2.1 Finansal Yapıdaki Değişim ve Faiz Oranlarındaki Uyumsuzluk

2008 küresel krizinin altında yatan asıl sorun emlak kredileri de olsa kredinin değil ona dayanılarak yapılan işlemlerin krize sebep olduğu ifade edilir. Sorunu oluşturan şey, kredinin elden ele inanılmaz şekilde el değiştirmesidir. Bu el değiştirme türev ürün denilen finansal buluşla gerçekleşmektedir. Türev ürünler, mortgage kredisi verenin bu krediyi kullanan tarafından geri ödenmemesi riskini üçüncü kişilere, örneğin hedge fonlara devretmeye yarıyordu. Riski devreden kredi kuruluşları çok daha büyük risklere girebiliyordu ve krediler ile doğal olarak türev ürünler gittikçe büyüyordu. Başlangıçta riski devretmeyi sağlayan ve sistemde bir sigorta işlevi gören türev ürünler giderek kendileri birer risk unsuru olmaya başlamıştır (Eğilmez, 2010:67-8).

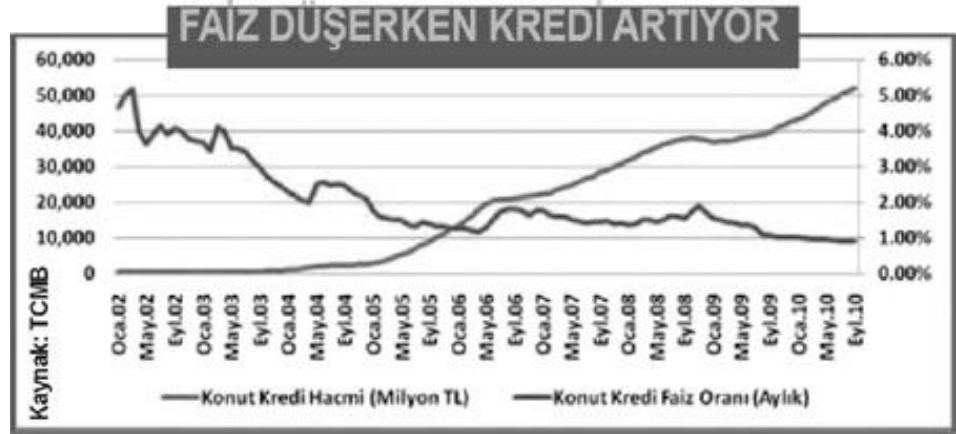
Türev ürünlerdeki çeşitlik artışı ve risk ölçümü yöntemlerinin hızlı gelişmesi genel olarak bankacılık sisteminin daha sağlıklı bir döneme girmesine yardımcı olmuştur. Fakat aynı zamanda bu dönemde türev ürünlerde kendini bulan yeni risk alanlarının oluştuğu gözlemlenmiştir. Özellikle tezgahüstü piyasalarda ABD faiz oranı opsiyonlarının çok yoğun olduğu görülmektedir. Ancak, başta kredi türevleri olmak üzere risklerin bankacılık kesimi dışına transfer olduğu, bu finansal araçların banka dışı kesimlerin portföyünde de yer aldığı sıklıkla ifade edilmektedir. Bu sistemde riskten korunma fonlarının etkin bir rolü söz konusudur. Nitekim bunun da bir sonucu olarak

türev işlemlerin ve özellikle opsiyonların işlem hacminde 2000 yılı sonrası dönemde büyük artış söz konusudur (Sakarya, 2008:10).

Türev işlemlerdeki genel genişlemenin yanı sıra özellikle sabit getirili ABD faiz oranı işlemlerde artış gözlemlenmiştir. Bu yoğunlaşmanın nedenlerinden biri olarak ABD ipotekli konut kredisi piyasasının büyük oyuncularının (Fannie Mae ve Freddie Mac gibi) sabit getirili ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraçlarının yüksek boyutlara ulaşması olarak görülür. Ayrıca risk transferi açısından bu menkul kıymetler, konut kredilerin erken ödenmesi riskini yöneten yatırımcılar tarafından elde tutulduğu ifade edilmektedir. Nitekim türev piyasası ipotekli konut kredisinden doğan risklerden korunmak (hedging) isteyenlerle, çeşitli faiz opsiyonu satanları birleştirmektedir. Bu aşamada da riskten korunma fonlarının arbitraj imkanı gördükleri bu alanda opsiyon satıcısı olarak aktif oldukları çeşitli rapor ve araştırmalarda belirtilmektedir (Sakarya, 2008:11-2).

2007 küresel krizinin arka planına bakıldığında birkaç yıl öncesinden incelemek faydalı olacaktır. ABD’de 2000 yılında ileri teknoloji şirketlerinin hisse senetlerinin oluşturduğu balonun patlamasının ve 11 Eylül 2001’deki saldırının paralelinde 2001 ve 2002’de yaşanan ekonomik durgunluğun bir sonucu olarak ABD Merkez Bankası(Federal Reserve-FED) kısa vadeli gösterge faiz oranlarını düşürmeye başlamıştır. FED ekonomiyi canlandırmak amacıyla 2001’de %6,5 olan kısa vadeli faiz oranlarını 2003’te %1’e kadar indirmiş bununla birlikte bankaların kullandıkları tercihli faiz oranı ve değişken faizli ipotekli konut kredilerinde uygulanan faiz oranları da düşmüştür. Ocak 2002’deki enflasyon oranı ise %1,14 ile ülke tarihinin en düşük enflasyon değerini görmüştür. Düşük faizler ve enflasyon oranları ev alımına talebini artırmıştır (Zandi, 2008:69-72).

2004 yılında FED’in hane halkı gelirlerinin alamayacağı derecede artan konut fiyatlarının şişirdiği ekonomiyi rahatlatmak ve artmakta olan enflasyon oranını düşürmek için faiz oranlarını yükseltmesi krize giden yolun başlangıcını oluşturur. FED 2004-2006 yılları arasında faiz oranlarını 17 kez artırmıştır. 2004’te %1 olan faiz oranları 2006’da %5,25’e yükselmiştir. MB müdahalesi sonucu konut balonu patlamış ve 2006 yılında zirve yapan konut fiyatları düşmeye başlamıştı (Bianco, 2008:5).



Şekil 11: Faiz Oranlarındaki Düşüş ve Kredilerdeki Artış

Kaynak: (<http://www.tcmb.gov.tr> (13.06.2012)).

FED'in 2004 ortalarından itibaren faiz oranlarını yükseltmesi ayarlanabilir mortgage kredisi faiz oranlarını yukarı doğru kaydırırken, konut fiyatlarındaki yükselmeyi de durdurucu etki yapmıştır. Bu gelişmeler tüketicinin kullanılabilir gelirini azaltmıştır (Ackermann, 2008:330).

3.2.2.2 Mortgage Kredi Yapısının Bozulması

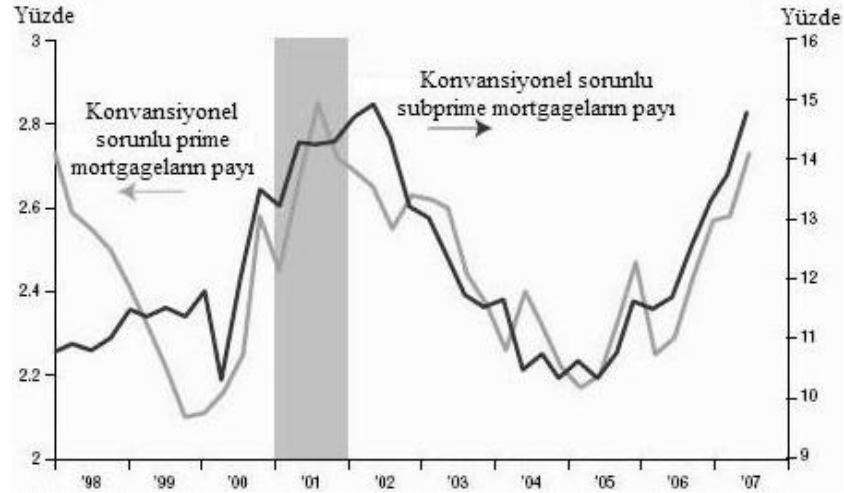
Kredilerin menkul kıymetleştirilmesi tekniği finans piyasalarına likit olmayan bir varlığın likit bir varlık haline dönüştürülmesi faydası sağlamıştır (Udell, 2009:118). Bu teknik sayesinde finansal kurumlar, borç vermek için sermaye elde etmek, mortgage kredilerinin daha riskli kısımlarını yatırımcılara aktarmak, satışlardan kar elde etmek, kredi portföylerinde daha düşük riskli ürünleri bulundurabilmek olanaklarını elde etmişlerdir.

Mortgage yapısını anlama açısından prime (eşik-üstü/düşük riskli), jumbo (standart-dışı ve desteklenmeyen), subprime (eşik-altı/yüksek riskli) ve near-prime (orta düzeyde riskli) mortgagelar arasındaki farkları ortaya koymak önemlidir. Bu krediler şu şekilde açıklanmaktadır (Gülşen, 2008:157):

- Prime mortgagelar, hâlâ en yaygın olan geleneksel kredi tipidir. Bu krediler, geleneksel peşinatlarını (downpayment) yatırıp, gelirlerini tam olarak belgeleyen ve iyi kredi notuna sahip borçlulara tahsis edilir.

- Jumbo krediler, genel olarak prime kalitesinde olup ancak 417,000 US\$ kredi tavanını aşmaları nedeniyle hükümet destekli kurumlarca (GSEs) satın alınmayan ve garanti verilmeyen kredilerdir.
- Subprime mortgagelar, en yüksek öde(ye)meme riskini (default risk) aksettiren ve en yüksek faiz oranlarının uygulanmasını gerekli kılan düşük kredi skorları veya gelirlerindeki belirsizlik nedeniyle, en düşük kredibiliteye sahip olduğu düşünülen kişilere verilir.
- Near-prime mortgagelar, jumbo kredilerden daha küçük hacimli olan kredibilitesi subprime mortgage borçlularının kredi notundan bir kere daha üstün olan ancak gelirlerini tam olarak belgelemeyebilen veya geleneksel peşinatları ödemeyebilen kişilere verilmektedir. Near-prime kategorisindeki bir çok mortgage, Alternative-A veya Alt-A olarak adlandırılan havuzlarda menkul kıymetleştirilmektedir.

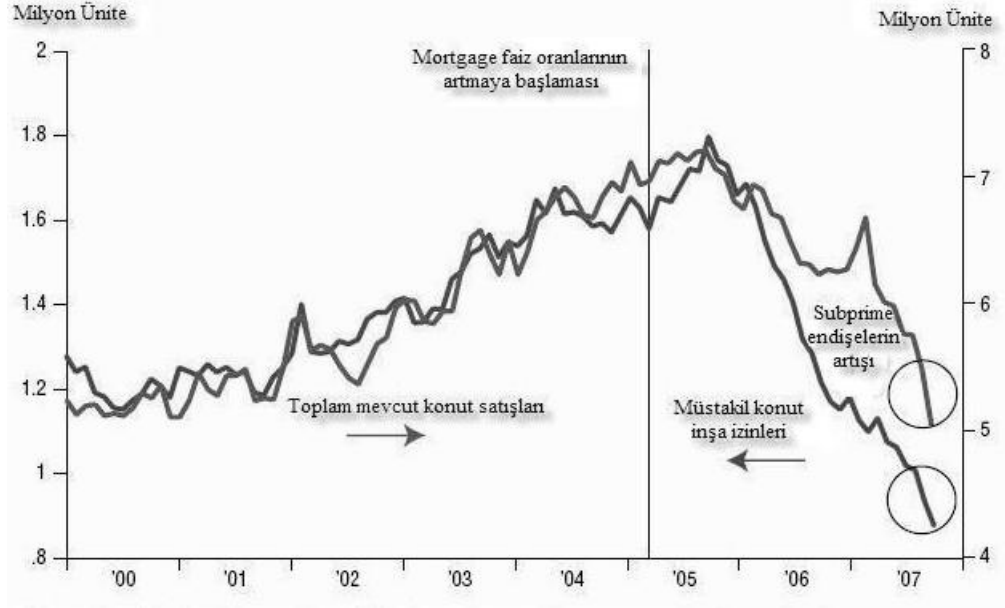
Subprime ipotekli konut kredileri riski yüksek kredilerdir ve bundan dolayı faiz oranları oldukça yüksek kredilerdir. Subprime krediler aynı zamanda kredi tutarı değeri oranı göreceli yüksektir. Subprime ipotekli konut kredilerinin çoğu değişken faizli olmakla beraber değişken faizli subprime kredide ilk iki veya üç yıl düşük sabit oranı ve daha sonra 6 ayda belirli bir endekse göre ayarlanan değişken faiz oranı uygulanmaktadır (Gup, 2008:143).



Şekil 12: Prime ve Subprime Mortgagelerin Kalitesinin Düşmesi

Kaynak: (Gülşen, 2008:161).

ABD konut fiyatlarının hızlı bir şekilde değerlenmesi, mortgage konut kredilerinde oluşan kalite bozulması ve riskin artmasıyla konut fiyatlarının yükselişinin sona ermesi ve yerini değer kaybına bırakması, 2008 küresel mortgage krizini özetlemektedir (Demyanyk ve Hemert, 2008:25). Konut fiyatlarındaki aşırı değerlenme devam ettiği sürece evi elde tutmanın faydası yüksek olacağından ödemeleri yapabilmek için belki daha uzun süre çalışabilmeye yönlendirmişken, konut fiyatlarında değer kaybının başlaması ile çalışmaya yönlendirme durumu ortadan kalkmıştır. Borcun vadesinde ödenmemesinde ve konutların haciz sürecinin başlamasına neden olmuştur (Taylor, 2009:11).

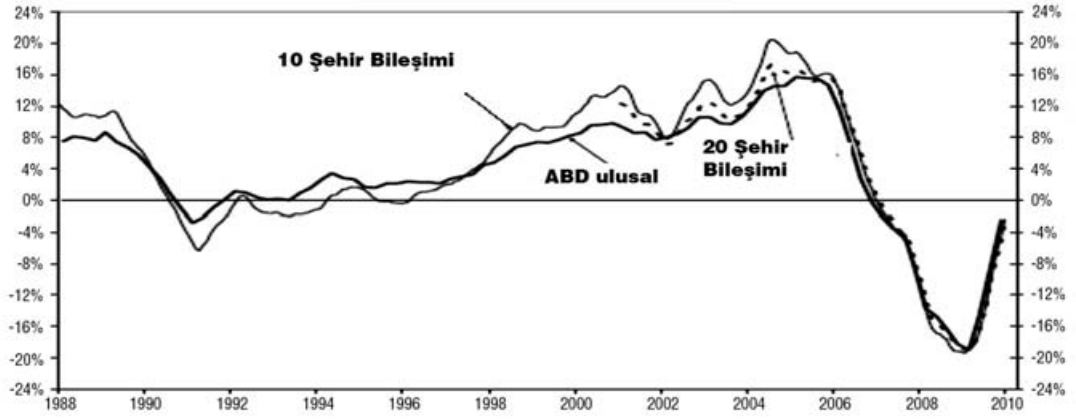


Şekil 13: Konut Sektöründe Daralma

Kaynak: (Gülşen, 2008:156).

1929 buhranından sonra en büyük kriz olarak değerlendirilen 2008 küresel finans krizi birçok ekonomiyi etkisi altına almıştır. Grafikte de görüldüğü üzere 2001 sonrasında ABD ekonomisindeki durgunluğu önlemek için faizler indirilmiş, bunun sonucunda borçlanma ucuz hale getirilmiş ve kredi kullanma talebi artmıştır. Kredilerdeki artış emlak fiyatlarını yükseltmiş, bu yükseliş yeni kredi alınabilmesini sağlamıştır (Işık ve Tünen, 2011:8).

Şekil 14'te ABD'deki ev fiyatlarının gelişimini ölçen en güvenilir endekslere biri olan Case Schiller'in 1998-2008 yılları arasındaki ev fiyat endeksleri verilmiştir.



Şekil 14: Case Schiller Ev Fiyat Endeksleri

Kaynak: (<http://www.standardandpoors.com/indices/sp-case-shiller-home-priceindices/en/us/?indexId=spusa-cashpidff--p-us---->, (19.06.2012)).

3.2.2.3 Şeffaflık ve Derecelendirme Kuruluşları

Kriz ortamında güvensizliğin artmasıyla ve gelecekteki muhtemel kayıpları dikkate alan bankalar birbirlerine borç vermeyi durdurmuş ve tüm kredi piyasası daralmaya başlamıştır. Teminatlı borç senedi piyasasında likiditenin azalması ve piyasanın gerilemeye başlamasıyla birlikte ipotekli konut kredisi veren kuruluşlar bu kredileri yatırım bankalarına satamamaya başlamıştır. Bu gelişmelerle ABD finans kuruluşlarının zararı oldukça büyük miktarlara ulaşmıştır (Hedlund ve Kahn, 2009:6).

Türev işlemlerin faydaları sadece alıcı ve satıcılarına yönelik değildir. Aynı zamanda karmaşık bir yapıya sahip olan bu ürünler, genel olarak risklerin detaylandırılıp, parçalamasına ve bölünmesinden sonra fiyatlamasına yardımcı olmaktadır. Ayrıca bu ürünlere yönelik risk ölçüm tekniklerinin geliştirilmesi ve bunların bankacılık sisteminde sistemin sağlığını olumlu etkilemektedir. Kısaca, bir finansal aracın içerdiği risklerin ve alıcı ile satıcılarının tam olarak bilinmesi durumunda, bu tür karmaşık ürünler, taraflarına sağladıkları yararlar ek olarak finansal istikrar için de faydalı bir hal almaktadır. Fakat tersi durumda, yani söz konusu ürünlerle ilişkili risklerin tam olarak bilinmemesi veya etkin yönetilememesi durumunda da kişilere ve kurumlara, finansal sisteme ilişkin birer ek risk unsuru olabilmektedirler. 2000'li yıllar sonrasında sıklıkla görülen ve yaygınlaşan bu finansal

araçların etkin bir risk transferi sağlayabilmeleri, tüm tarafların ilgili ürün ile birlikte yükümlülüklerini yerine getirebilmeleriyle mümkündür. Ancak, 2000’li yıllar sonrası uluslar arası finansal sistem ürünlerin giderek karmaşıklaşıp, sözleşmeden doğan yükümlülüklerin etkin bir şekilde anlaşılmasına ya da daha doğru bir ifade ile ilgili yükümlülüklerle ilişkin farklılığın düşük düzeyde kalmasına neden olmaktadır (Sakarya, 2008:10-11).

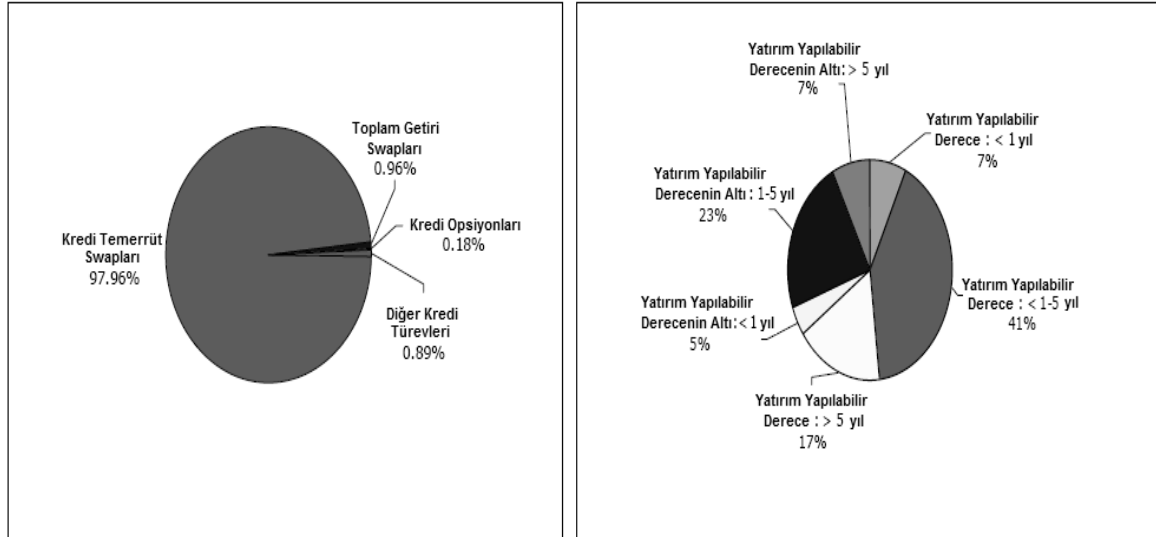
Bir önceki paragrafta da bahsedildiği gibi dünya finans piyasalarında finansal araç ve kurum çeşitliliğinin gün geçtikçe artması araç ve kurumların karmaşık bir yapıya sahip olmasına neden olmaktadır. Finansal araçların bu karmaşık yapısının anlaşılması önemli sıkıntıları beraberinde getirmektedir. Herhangi bir yatırımcı için her gün değişen, yenilenen ve farklılaşan finansal araçları izlemek mümkün değildir. Bu kuruluşların özellikle anlaşılır olmama isteği, ciddi bir şeffaflık sorununu ortaya çıkarmaktadır.

Şeffaflığı önleyen olgulardan biri de piyasada taraflardan birinin diğerine oranla daha az bilgiye sahip olması durumudur. Bu durumda yatırımcılara, firmalara ve diğer aktörlere bilgi, farklı hızlarla ve farklı biçimlerde ulaşmaktadır. Örneğin; bir şirkete ait finansal varlığın değerini etkileyebilecek, kamuya açıklanmayan ve şirket yönetiminin sahip olduğu bilgiden söz edilebilir. Bu tür bilgilenmenin önüne yasal yaptırımlarla geçilmektedir, ancak suç teşkil etmeyen bilgi sorununu aşmak çok da kolay değildir (Alantar, 2008:2-3). Şeffaflık arttıkça, eksik ya da çarpık bilgilenmeden kaynaklı yanlış kararlar alınmayacak, böylece finansal krizler daha az olacaktır. Bu krizde banka ve borsa simsarlarının sahip oldukları varlıkların değeri ve bunların muhataplarının kimler olduğu yeterince şeffaf olarak belirlenememiştir. Bu sorunlar, karmaşık türev ürünlere sahip Lehman Brothers gibi başarısız firmalar tarafından yaratılan risklerin çözümlenmesini zorlaştırmıştır (Karabulut, 2002:405).

Mortgage piyasalarında ürünlerin fiyatlaması konusunda en büyük sorumluluk kredi derecelendirme kuruluşlarına aittir. Kredi piyasalarından menkul kıymet piyasalarına kadar fiyatlama konusunun temelinde bu kuruluşların verdikleri kredi notları yer alır. Kredi notları, risk ve getiri düzeyinin belirlenmesinde tüm finansal aktörler için referans noktasıdır. ABD’de ise derecelendirme kuruluşlarının ürün yerine kurumsal bazda derecelendirme yaptıkları görülmektedir. Menkul kıymetleştirme

havuzunu oluşturan ürünler yerine bu ürünleri ihraç eden kurumların derecelendirilmesi risklerin saklı kalmasına, ihraç edilen menkul kıymetin gerçek risklilik düzeyinin ortaya konulamamasına neden olmuştur (Demir vd., 2008:20). Kredi derecelendirme kurumlarının yetersiz kalması ve bu kuruluşlara olan güvenin sarsılması ile düzenleyici ve denetleyici kuruluşların piyasalara müdahalelerde gecikmesi gibi nedenlerle finansal piyasalardaki yaşanan krizin derinleşmesine neden olmuştur (Karabulut, 2002:405).

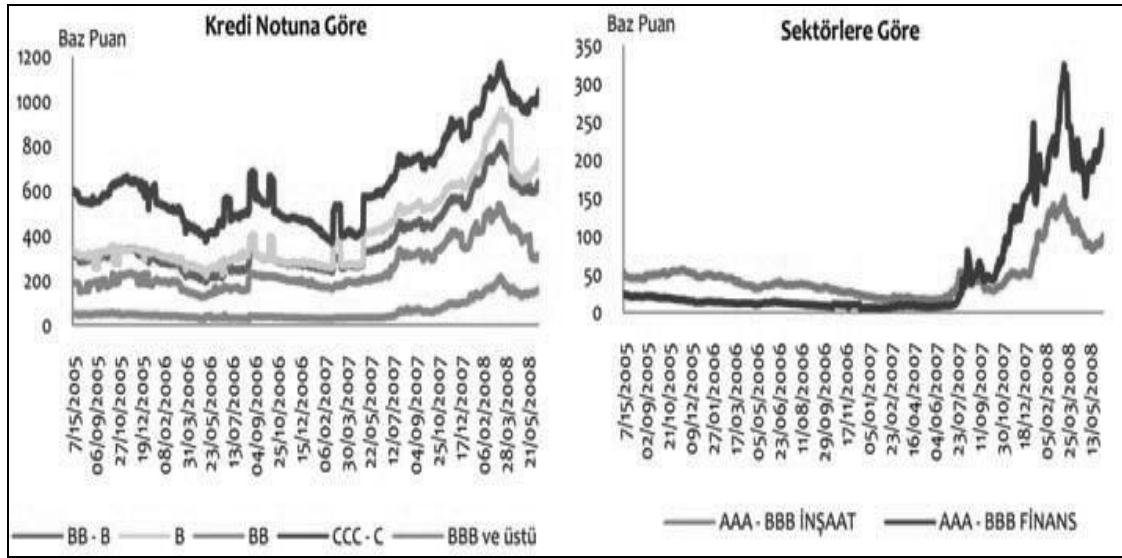
Mortgage krizinin kredi türevlerine olan güven ve işlem hacimleri üzerinde ciddi etkisinin olduğu görülür. Ancak halen tüm kredi türev ürünleri içerisinde CDS'ler % 98'lik pay ile en yüksek dilimi oluşturmaktadırlar. Aşağıdaki grafiklerden de görüleceği üzere 1-5 yıllık vadeler içinde yatırım yapılabilir derecedeki varlıklara yönelik sözleşmeler % 41'lik oran ile tüm kredi türevleri içinde en yüksek paya sahiptir. Diğer tüm vadeler içinde ise yatırım yapılabilir kredi derecesine sahip varlıklar 2009 ikinci çeyreğinde birinci çeyreğine göre % 4'lük bir artış göstererek pazarın % 65'ini oluşturmuşlardır. 34 Amerikan ticari bankası tarafından satılan korunma oranı 2009 birinci çeyreğe göre % 8 (0,6 trilyon dolar) azalarak 6,5 trilyon dolar olmuştur (Ersan ve Güney, 2009:4).



Şekil 15: Ürün, Kredi Derecesi ve Vadeye Göre Kredi Türevi Kompozisyonu (2009 2.Çeyrek)

Kaynak: (<http://www.occ.treas.gov/ftp/release/2009-114a.pdf>).

Derecelendirme kuruluşları ile ilgili en önemli sorun, çıkar çatışmasıdır (Aslan, 2008:17). Bankalarla ve diğer finansal kuruluşlarla ilgili notlar veren derecelendirme kuruluşları, bu firmalar tarafından finanse edilmektedir. Bu durumda değerlendirme kuruluşlarının objektif değerlendirme yapabilme olasılıkları da giderek azalmaktadır. Öte yandan derecelendirme kuruluşları, firmaların finansal sorunlarını her zaman tespit edememekte, bazen sorunu kısmen veya gecikmeli olarak görebilmektedir. Derecelendirme kuruluşları varlık hakkında, finansal araçları oluşturan bankalar ve bu araçların alıcıları kadar bilgiye sahip olmayabilirler. Ayrıca derecelendirme kuruluşları yalnızca temerrüt riskini derecelendirmektedir. Oysa likidite riski ve derecelendirmenin değişme riskinin de ölçülmesi gerekmektedir. Derecelendirme kuruluşlarından hizmet alan finansal kuruluşlar, kredi derecelendirmesine ilişkin ayrıntılı bilgiye de sahip değillerdir. Son finansal kriz öncesinde de derecelendirme kuruluşları çok etkin çalışmamış, finansal kriz başladıktan sonra finansal kuruluşların kredi notlarını düşürmüştür. 2007 yılının ortasından 2008 yılının ortasına kadar geçen bir yıllık dönemde derecelendirme kuruluşları tarafından 1,9 trilyon dolarlık ipotekli konut kredisi destekli menkul değerlerin notu da düşürülmüştür (Bahena, 2009).



Şekil 16: ABD Kredi Notu ve Sektörlere Göre CDS Dağılımı

Kaynak: (Demir vd., 2008:60).

Yukarıdaki şekilde kredi notuna ve sektörlere göre CDS dağılımları yer almaktadır. Kredi riskinin bir nevi fiyatını gösteren CDS dağılımları krize bağlı olarak

yükselmiştir. 2007 yılı öncesi en düşük seviyelerini gören dağılım, krizin ardından en yüksek seviyelerine yükselmiştir. Yatırımcılar kredi riskini taşımak için daha yüksek prim talep etmektedir. Sektörlere göre CDS'ler incelendiğinde ise yatırım sınıfı (AAA–AA–A–BBB) kredi notuna haiz şirketlerin CDS dağılımlarından finans ve inşaat sektörü CDS endeksleri, krizin finans kesimini etkilediğini daha net göstermektedir. Finans kesiminin kredi risk primi inşaat sektörüne oranla yaklaşık 150 baz puan daha fazla artmıştır. Ayrıca finans sektöründeki kredi riskinin belirsizlik daha yüksek gerçekleşmiştir. (Demir vd., 2008, s.60.)

3.2.2.4 Düzenleyici Kuruluşlar

2007 yılının ortalarında ABD'de mortgage krizi olarak başlayan, 2008 yılında tüm dünyaya domino etkisi ile yayılan ekonomik sarsıntının küresel bir likidite ve kredi krizine dönüşmesindeki en büyük etken finansal alanda yeterli denetimin olmamasıdır (Alptekin, 2009:11).

Düzenleyici ve denetleyici kuruluşlar özellikle de FED, değişen risk ortamına karşı önlem almakta gecikmiştir. Konut piyasasında başlayan sorunlar tüm finansal sistemi ve reel ekonomiyi etkisi altına almıştır. Üstelik bu sorunlar diğer ülkelere de yayılarak küresel bir boyut kazanmıştır. ABD'de birçok eyalet, aşırı riskli ipotekli konut borçlarının menkul kıymetleştirerek satışını önlemeye çalışmış, ancak ABD Hazinesi, bazı büyük bankaların istekleri doğrultusunda federal yasaların çiğnendiği gerekçesiyle buna karşı çıkmıştır (Aslan, 2008:17).

ABD finans piyasalarında otorite yapısının dağınık olması ve her düzenleyici ve denetleyici otoritenin kendine has düzenleme ve uygulamayı geliştirmesi hukuki yapının karmaşıklaşmasına neden olmuştur. Ayrıca, uygulamada olan düzenlemelerin yerel ve merkezi düzenleme olarak ayrılması hukuki yapıyı daha da kompleks bir hale getirmiştir (Demir vd., 2008:17).

3.2.2.5 Menkul Kıymetleştirme

Menkul kıymetleştirme, finansman sağlamak amacıyla doğrudan kredi almak yerine, varlıklara dayalı olarak taşınır değer çıkarılması olarak tanımlanmaktadır. ABD’de likiditenin bol olduğu 2002-2006 döneminde menkul kıymetleştirme sayesinde normalin üstünde kredi kullanılmıştır. Risk paylaşımı, yüksek getiri isteği, bankaların yasal sermaye yükümlülüklerini yerine getirmelerinde kolaylık sağlanması, risk taşımadan ya da daha fazla mevduata ihtiyaç duymadan bankaların yeni kredileri finanse etmelerinin sağlanması ve yüksek ücretler menkul kıymetleştirmeyi özendirilen nedenlerdir (Aslan, 2008:11).

Küresel krizin nedenlerinden biri olarak kabul edilen menkul kıymetleştirme, riski bir kurumdan diğerine aktarmayı kolaylaştırmıştır. İpotekli konut kredisi veren bir banka, kredilerin geri ödemelerini menkul kıymetleştirerek bir kısmını ya da tamamını yatırım bankasına veya bir ipotekli satış kuruluşuna satabilmektedir. Ancak banka tarafından yapılan menkul kıymetleştirme ile kredi ödemelerinde oluşacak bir aksama durumunda hem krediyi veren banka, hem de menkul değeri satan diğer finansal kuruluşlar zarar edecektir. Bu süreç, kriz durumunda finansal sistemi kırılgan bir hâle getirmektedir (Alantar, 2008:2-3). İpotekli konut kredilerine dayalı olarak çıkarılan menkul değerler ve konut kredilerinin geri ödemelerinin yapılamaması yüzünden, ikincil piyasanın fonlanmasında sorunlar oluşmuştur. Özellikle düşük nitelikli konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, finansal piyasalarının işleyişini temelden bozmuştur (Demir vd., 2008:53).

ABD’de ipotekli konut kredilerine dayalı olarak çıkarılan menkul değerlerin toplamı, 1990 yılında 1.333 milyar dolar iken, 2007 yılında toplam 8.931 milyar dolara yükselmiştir (US Census Bureau, 2010:41). Oluşturulan bu ikincil piyasaların fon kaynağı olan ipotekli konut kredileri geri dönmeye başlayınca tahvil ödemeleri de yapılamamıştır. İpotekli satış kredilerine dayalı menkul değerlerin riskini dağıtmaya çalışan, ancak başaramayan finans kuruluşları zarar etmeye başlamışlardır. Bu durum piyasalarda panik ortamının oluşmasına ve bankalardan para çekilmesine yol açarak sermaye hareketlerini yavaşlatmıştır (Demir vd., 2008:53).

3.2.3. 2008 Küresel Finans Krizinin Ekonomik Etkileri ve Diğer Ülkelere Sıçrama Sebepleri

ABD’de finans piyasalarında sınırlamaların büyük ölçüde kaldırılmasıyla yatırım bankaları ve menkul kıymet şirketleri büyük riskler taşımaya başlamıştır. Geleneksel bankacılık sisteminin çok daha fazla düzenlenmesi ve denetlenmesi ilgili sektörün karlılığını düşürmüş bankalarda bu karlılığı artırmak amacıyla riskli türev araçların tasarımına yönelmiştir. Hem finansal kuruluşların hem de kredi borçlularının düşük faiz oranları ve yükselen konut fiyatlarının paralelinde çok fazla önemsemedikleri riskler, 2007 yılında gerçekleşmeye başlamıştır (Arıkan, 2008:23).

2007’de ABD’de başlayıp daha sonra bir çok ülkeye yayılan ve küresel bir hal alan finansal kriz başta finansal hizmetler sektörü olmakla bir çok sektörü etkisi altına almıştır. Kredi piyasalarında yaşanan şoklar ile yatırımcıların azalması ve piyasadaki güvensizliğin artmasına yatırım, üretim ve tüketim miktarının azalmasına, ekonomik büyümenin yavaşlamasına ve milyonlarca insanın işsiz kalmasına sebep olmuştur. Kriz sürecinde pek çok sektörde büyük miktarda daralmaların yaşanmasına, işçilerin geçici süreli işten çıkarılmasına ve küresel çapta istihdam şoklarının yaşanmasında negatif sonuçlar doğurmuştur (Akın ve Ece, 2009:158-59).

2007 yılında %5,7 olan işsizlik oranı 2008 yılında %6’ya yükselmiştir. Toplam işsizlik sayısı ise 1998’den sonraki en büyük artışını göstermiştir. 2007-2008 yılları arasında 10,7 milyon kişi artmıştır (ILO, 2009:12). ABD finansal hizmet sektörü bankacılık, sigortacılık, menkul kıymet, mal ve diğer yatırım hizmetlerini kapsamaktadır. 2006 yılında sektör yaklaşık 8.363 milyon kişi istihdam etmiştir. ABD bankacılık sektöründe 2000 yılından itibaren artış gösteren personel sayısı 2007 yılında 1.950.840’a kadar çıkmıştır. Ancak 2007 yılı ortalarında çıkan kriz ile bu rakam 1.905.751’e gerilemiştir. Banka sayısında da krizle birlikte düşük görülmektedir. 2000 yılında 8.315 olan banka sayısı, 2007’de 7.345 olmuş 2009 yılı ortalarında ise 6.995’kadar gerilemiştir (www.fbe.be (07.04.2012)). Aşağıda seçilmiş bazı ülkelerin 2003’ten 2010 yılı dahil işsizlik oranları verilmiştir.

2008 ABD küresel finans krizinin diğer ülkelere sıçrama sebeplerini beş sebep altında incelemek mümkündür (Kibritçiöğlü, 2001:7):

- Aşırı Riskli Varlık Ticareti Kanalı: Kriz öncesi ABD ile arasında var olan uluslar arası finanssal akımlar aracılığıyla ileride zararlı nitelik taşıyabilecek varlıklar edinmiş olan finansal aktörlerin varlığı ABD krizinin ilgili ülke krizine de bulaşmasında önemli bir etkidir.
- Kredi Kanalı: Kriz nedeniyle daralan uluslar arası kredi kanalları ilgili ülkelere fon akışlarını azaltarak o ülkelere de krizi bulaştırmıştır. Çünkü küresel likidite daralma yerli bankaların ve şirketlerin dış finansman güçlükleri yaşamalarına ve mevduat bankalarının açtıkları yurtiçi kredilerde daralmalara sebep olabilirdi.
- Ticaret Kanalı: Krize sebep olan ABD ile krizin bulaştığı AB (Avrupa Birliği) ülkeleri gibi üçüncü ülkelerin temel ticaret ortağı oldukları ölçüde, kriz ülkelerdeki olası durgunluk ve reel gelir kayıpları, üçüncü ülkelerin mal ve hizmet ihracatına yönelik dış talebi daraltarak sonuçta krizi söz konusu üçüncü ülkelere de aktarabilmektedir.

Tüketici ve yatırımcıların üçüncü ülke ekonomisinde ve orada uygulanacak ilgili iktisat politikalarına olan güvenlerindeki azalma ve belirsizlikler de ilk üç kanaldan o ekonomilere olumsuz etkiler yansımaları güçlendirebilir. Bu kanalların ilki ABD'deki finans genelde gelişmiş ülkelere, ikinci ve üçüncüsü ise daha çok gelişmekte olan ülkelere bulaşması için aracı oldu.

3.2.4. 2008 Küresel Finans Krizi Karşısında Alınan Önlemler

Küresel Finans Krizine karşı dünyadaki tüm ülkeler çeşitli önlemler almışlardır. Bu doğrultuda yapılan harcamalar küresel düzeyde toplam 1.98 trilyon doları bulmuştur. G20 ülkelerini de kapsayan 32 ülkenin 2009 yılında yapmış olduğu teşvik harcaması, yaklaşık olarak GSYH'lerinin %1,7'sini oluşturmaktadır. Yalnızca G20 ülkeleri tarafından kriz nedeniyle ayrılan kaynak, toplam teşviklerin %90'ına ulaşmaktadır (Khatiwada, 2009:15).

ABD'de Bush döneminde, vergi indirimleri ve bankaların tahvillerini kamulaştırma gibi önlemleri içeren 700 milyar dolar tutarındaki paket, uygulamaya konmuştur. Böylece vergi indirimlerinden ev sahipleri, arazi sahipleri, enerji sektörü ve yeni girişimcilerin yararlanması sağlanmıştır. Mevduat teminat sınırı 100 bin dolardan

250 bin dolara yükseltilecek, bankacılık sektörüne olan güvenin yeniden sağlanması hedeflenmiştir. Ayrıca ABD’de SPK’ya, banka bilançolarındaki tahvillerin piyasa değerleri üzerinden hesaplanması yönteminin kaldırılması veya yumuşatılması için yetki verilmiştir (Montgomery ve Kane, 2008).

Obama döneminde, 787 milyar dolar tutarında yeni ekonomik paket açıklanmıştır. Bu paket dört temel üzerine kurulmuştur. Bunlar (Obama ve Biden, 2008);

- İstihdamı Arttırmak için Acil Eylem Planı,
- Yoksul Aileler için Acil Yardım Planı,
- Kredi Borcu Olan Ev Sahipleri için Eylem Planı,
- Finansal Krizin Aşılması için Tüm Araçların Kullanılmasıdır

Bu ekonomi paketi doğrultusunda (Narin ve Özer, 2010:1101-3);

- ABD’de yeni kurulacak olan işletmelere özel vergi kredisi oluşturulmuş, 2009 ve 2010 yıllarında geçerli olacak bu uygulama ile tam zamanlı olarak çalışanlar için üç bin dolar vergi kredisi sağlanmıştır.
- Küçük işletmelerin yatırım ve istihdam olanaklarını artırmak amacıyla 2009 yılı ile sınırlı olmak üzere, 250 bin dolar tutarında ek teşvikten faydalanması sağlanmıştır. Bu işletmelerin kredilere kolay ulaşmasını sağlayacak mevzuatlar düzenlenmiş ve yatırımları üzerinden alınan tüm vergiler kaldırılmıştır.
- 2009 yılı içinde okul, yol, köprü, enerji gibi hızlandırılmış altyapı projelerine harcanmak üzere 25 milyar dolar tutarında kaynak ayrılmıştır. Bu uygulama ile bir milyon kişiye istihdam yaratılması hedeflenmiştir.
- Otomotiv sektöründe yeni nesil ürün araştırmaları ve teknoloji yenileme gibi uygulamalar için 50 milyar dolar tutarında bütçe ayrılmıştır.

- Çalışanların ve ailelerinin yaklaşık %95'ine vergi iadesi desteği sağlanmıştır. Çalışanlar için 500 dolar, aileleri için ise 1.000 dolar tutarında bir vergi iadesi kararı yürürlüğe girmiştir.
- Mal varlıkları üzerine ipotek konulan ve faturalarını ödemekte zorluk çeken emekliler için, 10 bin doları geçmeyecek şekilde kredi kullandırılması sağlanmıştır.
- İpotekli konut kredisi ile ilgili tüm sorunlar, Hazine Konut-Kentsel Kalkınma Sekreterliği'ne (HUD) yönlendirilerek, gerekli planlanmaların yapılması hedeflenmiştir. Ev sahiplerine yardım etmek için mevzuat değişikliğine gidilerek, yürürlükte bulunan İflas Kanunu'nun gözden geçirilmesi amaçlanmaktadır.
- Sağlık, emniyet, itfaiye ve yeni tesislerin hizmete girmesi amacıyla alınması planlanan 25 milyar dolar tutarındaki verginin halktan tahsil edilmemesine karar verilmiştir. İpotek vergileri yeniden düzenlenerek, 10 milyon orta sınıf aileye yardımcı olmak hedeflenmiştir.

Obama döneminin Hazine Bakanı Timothy Geither, finansal piyasalarda yaşanan aksaklıkları gidermek ve bu piyasaları yeniden düzenleyerek güven ortamını oluşturmak amacıyla Zehirli Varlık11 Planını açıklamıştır. Bu plana göre; ABD Hazinesi, kredi krizinin temelinde yatan zehirli varlıkların satın alınmasında özel yatırımcılarla birlikte hareket edecektir. Hazine'nin bu plan için ayırdığı mali kaynak, Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı (Troubled Asset Relief Program, TARP) bütçesinden sağlanacaktır. Bu varlıkların özel yatırımcılar tarafından satın alınmasını teşvik etmek için, FED'in ve Federal Tasarruf Sigorta Fonu aracılığıyla düşük faizli kredi ve garantiler sağlanarak özel finansman olanakları sunulacaktır (Narin ve Özer, 2010:1103).

SONUÇ

Teknolojik gelişmeler paralelinde finansal ürün ve hizmet çeşitliliği gün geçtikçe çeşitlenmektedir. Finansal piyasalar, ortaya çıkan bu yeniliklerden olumlu ya da olumsuz etkilenmektedir. Finansal sistemin, ekonomi de tasarruf eden birimlerle yatırımcılar arasında aracılık etmesi ekonomideki önemini ortaya koymaktadır. BW sisteminin yıkılması ve faiz oranlarının serbest bırakılması ile yatırım ortamlarındaki risk oldukça fazlalaşmıştır. Uluslar arası alanda faaliyet gösteren kuruluşlar döviz kurlarındaki değişimler sonucu yaptıkları işlerde zarar ile karşı karşıya kalmışlardır. Bu durum finansal kuruluşları etkin bir finansal risk yönetimi arayışı içerisine girmesine neden olmuştur. Bunun yanında teknolojik ilerlemelerin de olması ortaya yeni finansal tekniklerin çıkmasını sağlamıştır. 1980’li yıllardan sonra iletişim alanının gelişmesi ve bilgisayar kullanımının yaygınlaşması bir yandan karar vericilerinin bilgiye ulaşmasını kolaylaştırırken bir yandan da uluslararası finansal piyasaların etkinliğinin artmasını sağlamıştır. Bu gelişmeler ve yeni ürünlerin ortaya çıkması ile yüksek kar elde etme imkanı diğer katılımcıları da piyasaya çekmiştir.

Finansal alanın gün geçtikçe gelişmesi ürün çeşitliliğini de artırmış ve risk yönetilebilir hale gelmiştir. Finansal inovasyonu tetikleyen unsurlar arasında ekonomik unsurlar, teknolojik unsurlar ve yasal koşullar sayılmaktadır. Çalışmamızda finansal inovasyon ürünleri içerisinde türev ürünler ve bunların içerisinde de kredi türevleri ön planda tutulmuştur ve 2008 küresel mortgage finansal krizini açıklanmasındaki en önemli unsurun kredi türevleri olduğuna dikkat çekilmektedir.

2007 yılının ikinci yarısından itibaren etkilerini göstermeye başlayan küresel finans kriz döneminde uygun ekonomik koşulların etkisiyle subprime ipotekli konut kredilerinin hacmi artmış, kredilerden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi ve bu kredilere bağlı yüksek tutarda menkul kıymet ihraç edilmiştir. Subprime kredi borçluları borçlarını geri ödeyememeye başlayınca subprime kredilerden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi neticesinde ihraç edilen ipoteye dayalı menkul kıymetlerin değerleri düşmüştür. Güvensizlik ortamının artmasıyla bankalar birbirlerine borç vermeyi durdurmuş ve tüm kredi piyasasında daralma başlamıştır. ABD konut

piyasasında görülen kriz, kısa sürede tüm dünyayı etkileyerek küresel bir hal almıştır. ABD’de başlayıp tüm dünyayı etkisine alan küresel finans krizi bir çok piyasayı etkisi altına almıştır. ABD başta olmak üzere krizden etkilenen bir çok ülkede bankacılık sektörü önemli ölçüde sarsılmış, dev kuruluşlar büyük sıkıntıya girmiş ve işsizlik oldukça yüksek oranlara ulaşmış ve cari açık artmıştır. Küresel finans krizi sadece ülke ekonomilerini değil aynı zamanda sosyal ve kültürel olarak da son derece sıkıcı sonuçlar doğurmuştur.

2008 küresel finans krizini yaşamış diğer krizlerden ayıran en önemli fark, karmaşık ve yüksek hacimli türev ürünleri kapsamıdır. Türev ürünlerin yüksek hacmi, mali destek paketinin daha önce görülmemiş boyutlara çıkarılmasını zorunlu kılmıştır. Türev ürünlerin karmaşık yapısı paketlerin içeriğine ilişkin teknik zorlukların ortaya çıkmasına neden olmuştur ve bu tarz türev ürünlerin oluşturduğu balon ekonomiler zincirleme etki yaparak finansal kriz ortamını oluşturmuştur.

KAYNAKÇA

- Ackerman, J., (2008), “The Subprime Crisis and its Consequences”, *Journal of Financial Stability*, C:4, ss.329-337.
- Ağır, H., (2010), *Türkiye’de Finansal Liberalizasyon ve Finansal Gelişme İlişkisinin Ekonometrik Analizi*, BDDK Kitapları, No:8, Ankara.
- Akbulut, R., (2010), “Son Yaşanan Küresel Finansal Kriz ve Türk Finans Sektörü Üzerindeki Etkileri”, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, C:2, S:2, ss.45-69.
- Akçaoğlu, E., (1998), *Finansal Innovation in Turkish Banking, Published by Capital Markets Board*, No:127, Ankara.
- Akçaoğlu, E., (2002), *Finansal Ürünlerin Vergilendirilmesi*, Turhan Kitabevi, Ankara.
- Akçay, Ü., (2009), *Para, Banka, Devlet Merkez Bankası Bağımsızlaşmasının Ekonomi Politikası*, Sosyal Araştırmalar Vakfı Yayını, İstanbul.
- Akdiş, M., (2000), *Global Finansal Sistem ve Finansal Krizler ve Türkiye*, Beta Yayınları, İstanbul.
- Akgiray, V., (1998), “Finansal Yeniliklerin ve Risk Yönetiminin Ekonomik Kalkınmaya Katkıları”, *IMKB Dergisi*, C:2, No:5, Ankara.
- Akgüç, Ö., (1994), “1993 Yılında Bankalar, Mevduat ve Krediler”, *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Y:31, S:353, ss.5-49.
- Akgüç, Ö., (1998), *Finansal Yönetim*, İstanbul Üniversitesi Yayını, İstanbul.
- Akmut, Ö., (1980), “Hayat Sigortası Teorisi ve Türkiye’deki Uygulama”, *Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi Yayını*, No:447, Ankara.
- Alantar, D., (2008), “Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, *Maliye ve Finans Yazıları*, S:81, ss.143-171.

- Alkan, A.L., (2009), *Küresel Sistemik Krizin Anatomisi*, Scala Yayıncılık, İstanbul.
- Allen, F. ve D. Gale, (1998), “*Optimal Financial Crises*”, *The Journal of Finance*-No:4.
- Allen, L., (2001), *The Global Financial System 1750-2000*, Reaktion Books, London, UK.
- Alp, A., (2002), *Uluslar arası Mali Piyasalarda Gelişme ve Türkiye*, İMKB Yayını, Ankara.
- Alptekin, E., (2009), “Menkul Kıymetleştirme ve Küresel Finans Krizindeki Rolü”, *AR&GE Bülten 2009 Nisan-Ekonomi*, ss.11-16, İzmir Ticaret Odası, İzmir.
- Altıntaş, H. ve B. Öz, (2007), “Para Krizlerinin Sinyal Yaklaşımı ile Öngörülebilirliği: Türkiye Uygulaması”, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C:7, S:2, ss. 19-44.
- Altun, O., (2001), *Mali Sistemde Menkul Kıymet Piyasalarının Rolü, TCMB Uzman Yardımcılığı Programı İçin Hazırlanan Ders Notu*.
- Anbar, A., (2009), “Hedge Fonlar ve Hedge Fonların Finansal Sistem Üzerindeki Etkileri”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, C:26, S:1, ss.415-441.
- Aslan H., (2008), “İpotekli Konut Finansman Sisteminde Kriz”, http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Kurum_Bilgileri/Yil_Donumu/5309ASLAN-sunus.pdf, (20.2.2010).
- ASOMEDYA, (2001), “Finansal Risk Yönetimi Dosyası”, *Ankara Sanayi Odası Dergisi*, ss.43, Ankara.
- Atamtürk, B., (2003), “Finansal Liberalizasyonun Etkileri”, *İktisat Dergisi*, No:438, ss.42-46.
- Ateş, A., (2003), “*Bankalarda Üstlenilen Riskler ve Türk Bankacılık Sisteminin Basel Kriterlerine Uyumu*”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Ateş, K., (2004), “*Finansal Krizlerden Bankacılık Krizine Bir Değerlendirme*”, *Piyasa Dergisi*, Sayı:11, ss. 195-215.

Aydın, N., (2001), *Genel İşletme*, Anadolu Üniversitesi Açık Öğretim Yayını, Eskişehir.

Azgun, A., (2010), “Türkiye Sermaye Piyasasında Yeni Bir Ürün: Varantlar, 21.Yüzyıl Türkiye Enstitüsü”, <http://www.21yyte.org> (30 Mayıs 2012).

Babuşcu ve Hazar, (2012), *SPK Türev Araçlar Uzmanlığı Lisanslama Sınavlarına Hazırlık*, Bankacılık Akademisi SPK Lisanslama Serisi:122, Ankara.

Bağdatlıoğlu, D., (1988), *Bankalararası Para ve Yabancı Para Piyasaları ve Türkiye Uygulaması*, Uludağ Üniversitesi Yayınları, Bursa.

Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu (BSBİG), (2001), Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği, ss.5-45.

Bahena, A., (2009), “What role did credit rating agencies (CRAs) play in the financial crisis?”, University of Iowa Center for International Finance and Development, (19.06.2012).

http://www.uiowa.edu/ifdebook/issues/financial_crisis/posters/Amanda%20Final%20Draft.pdf, (10.03.2010).

Bal, H., (2001), “Uluslararası Finansman Dış Borç yönetimi ve Türkiye”, *Türkiye Bankalar Birliği (TBB)*, Yayın No:222, s.310-327.

Banka Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), (2006-b), Bankacılık Sektörü Basel II Gelişme Raporu, Ankara.

Bastı, E., (2009), “2008 Global Financial Crisis And The Turkish Financial System”, *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C:18, S:2, ss.89-103.

Başcı, E. S., (2003), “Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swap’ın İşleyişi ve Finansal Piyasalardaki Kullanımları”, *Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi*, Y:11, No:12, ss.18-33, Ankara.

Başkaya, F., (2004), *Çığırından Çıkmuş Bir Dünya*, Özgür Üniversite Yayınları, Ankara.

Başoğlu, U., İ. Ceylan, ve İ. Parasız, (2001), *Finans:Teori, Kurum ve Araçlar*, Ekin Kitabevi, Bursa.

Bayraktar, İ.H., (1999), *Kamu Kesiminin Türk Finansal Sistemi Üzerine Etkileri*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İstanbul.

Bayraktutan, Y., (2006), “*Küresel Finansal Krizler ve IMF*”, (Ed.) Seyidoğlu, H. ve R. Yıldız, *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri* içinde, ss. 23-54, Arıkan Basım Yayın, İstanbul.

BDDK, (2010), “Ekim 2010 Raporları”, Ankara.

BDDK, (2010), “Eylül 2010 SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2”, Ankara.

BDDK, (2010), “Piyasa Riski Ölçüleme Yöntemlerine İlişkin Analiz Nisan 2010 Raporları”, Ankara.

BDDK, (2010), “Sorularla Basel III, , Risk Yönetimi Dairesi, Aralık 2010 Raporları”, Ankara.

Benderli Z.Z. ve Z.İ. Görenel, (2006), “Neoliberal Ekonomi Politikalarının Latin Amerika Üzerindeki Etkileri”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, C:21, S:1, ss.183-201.

Bianco, K., (2008), *The Subprime Lending Crisis*, CCH, Amsterdam.

Bilir, B., (2006), *Finansal Serbestleşmenin Para Politikası Etkisi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Bolak, M., (1998), *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, Beta Basım, İstanbul.

Boyner, Ü., (2011), *Uluslar arası Bankacılık ve Finans Sisteminin Yeni Mimarisi ve Türk Bankalarına Etkileri*, Konferans Konuşması, Türkiye Sanayiciler ve İş Adamları Derneği (TÜSİAD), İstanbul.

Büker, S. ve R. Aşıkoğlu ve G. Sevil, (1997), *Finansal Yönetim*, Sakarya Gaz. ve Mat. Tic. A. Ş., Eskişehir.

Büyükbalkan, U., (2003), “Swap”, *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları (MUVU) Dergisi*, ss.1-18, Ankara.

Canbaş, S. ve H. Doğukanlı, (1997), *Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri*, Beta Basımevi, İstanbul.

Cangürel, O., (2010), “Kriz, Basel III ve BDDK, Haziran 2010 Raporu”, Ankara.

Caruana, J., (2010), “General Manager of the BIS”, *at the 3rd Santander International Banking Conference*, September 2010, In B. F, Madrid.

CEA, *Codification of European Insurance Directives*, (1994), ss. 203-209, Paris.

Ceylan, A. ve T. Korkmaz, (2000), *Sermaye Piyasası ve Menkul Kıymet Değer Analizi*, Ekin Kitabevi, Bursa.

Ceylan, A. ve T. Korkmaz, (2010), *Finansal Teknikler*, Ekin Kitabevi, Bursa.

Ceylan, A., (1998), *Finansal Teknikler*, Elin Yayınları, Bursa.

Ceylan, M., (2006), *KPSS Müfettişlik Uzmanlık Sınavlarına Hazırlık*, (Ed.) M., Ceylan, Detay Yayıncılık, Ankara.

Civan, M., (2004), *Finansal Hesaplar*, Gazi Kitabevi, Ankara.

Çağlar, Ü., (2003), *Döviz Kurlarının Belirlenmesi: Uluslar arası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar*, Alfa Yayınları, İstanbul.

Çalışkan, Ö.V., (2003), “Uluslar arası Finansal Krizler”, *Ekonomik Yaklaşım*, C:14, S:44-46, ss.225-245, Ankara.

Çelik, S.K., (2001), “Tarihsel Materyalizmi Yeniden Düşünmek:Açık Marksizm İlişkisel Yaklaşım ve Praksis”, *Praksis Dergisi*, C:1, ss.183-223.

Çetiner, Ö., (2002), “Fordist Konsensüs’ten Wasington Konsensüsü’ne Birikim ve Bölüşüm Politikaları”, *Ekonomik Yaklaşım*, C:19, S:68, ss. 17-46.

Çinko L., (2009), “Küreselleşen Ekonomilerde Yaşanan Bankacılık Krizlerinin Anatomisi”, *Maliye Finans Yazıları*, S:83, ss. 59-83.

Çonkar K. Ve Ata A., (2002), “Riskten Korunma Aracı Olarak Türev Ürünlerin Gelişmiş Ülkeler ve Türkiye’de Kullanımı”, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, C:4, S:2, ss.1-17.

Dalaman, H. E., (1998), “ABD’de İpotek Kredisi ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler”, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Deane, M. ve R. Pringle, (1994), *The Central Banks*, Penguin Group Publishing.

Değirmen, S., Şengönül A. ve İ. Tuncer, (2006), *Kriz Erken Uyarı Sinyalleri Olarak Reel Ekonomi Göstergeleri*, (Ed.) Seyidoğlu, H. ve Yıldız R., *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, ss.465-498, Arıkan Basım Yayın, İstanbul.

Delice, G., (2003), “Finansal Krizler:Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif”, *Erciyes Üniversitesi, İ.İ.B.F Dergisi*, S:20, ss.57-81.

Demir, F., A. Karabıyık, E.Ermişoğlu ve A.Küçük, (2008), “ABD ve Mortgage Krizi”, BDDK Çalışma Tebliği, Ağustos, S:3.

Demirer, T., (1993), *Gericilik Döneminde Dünya ve Türkiye*, Sorun Yayınevi, İstanbul.

Demirgüç, A. ve E. Detragiache, (1998), “The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries”, *IMF Staff Papers* 45, No:1,ss.81-109.

Demyanyk, Y. ve O. Hemert, (2008), “Understanding The Subprime Mortgage Crisis”, *Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper*, ss. 2007-05.

Dickson, G.G.A. ve J.T. Steele, (1984), *Pitman Publishing*, London.

Doğan, H., (2002), “Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, C:17, S:190, ss.60-71.

Doğukanlı, H. ve S. Canbaş, (1997), *Finansal Pazarlar*, Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul.

Dornbush, R., (1989), *The Latin American Debt Problem: Anatomy and Solutions*, (Ed) B., Stallings, Kaufman R. ve Pres W., *Debt and Democracy in Latin Amerika*, Boulder, ss.7-22.

Dönmez, Ç. A., Y. Başaran, G. Doğru ve S. Uğur, (2002), *Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş*, Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul.

Durusoy, S., (2000), “Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri”, *Dış Ticaret Dergisi*, Y:5, S:18, ss.15-25.

Ebiçlioğlu, F.K. ve A. Kahraman, (2005), Swap İşlemleri İşleyişi ve Vergisel Boyutu, Türmob Yayınları. www.türmob.org.tr (7 Haziran 2012).

Edwards, S., (1995), *Crisis and Reform in Latin America From Despair to Hope*, The World Bank, Washington D.C. U.S.A.

Eğilmez, M., (2010), *Küresel Finans Krizi*, Remzi Kitabevi, İstanbul.

Emek, U., (2000), “Finansal Piyasalarda Serbestleşmenin İktisadi Büyüme üzerine Etkileri”, *Rekabet Dergisi*, C:1, S:3, ss.62-90.

Erdemol, H., (1992), *Factoring ve Forfaiting*, Akbank Ekonomi Yayınları, İstanbul.

Erdoğan N., (1999), *Genel işletme*, Anadolu Üniversitesi Açık Öğretim Yayını, Eskişehir.

Eren, A. ve B. Süslü, (2001), “Finansal Kriz Teorileri Işığında Türkiye’de Yaşanan Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi”, *Yeni Türkiye*, S:41, ss.662-674.

Ergün, İ., (2003), *Vadeli İşlemler Piyasası ve Bu Piyasada İşlem Yapan Broker’lerin Eğitim Süreci*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Ankara.

Eroğlu, E., (2007), “*Alternatif Mortgage Teknikleri ve Türkiye Uygulaması*”, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Doktora Tezi, İstanbul.

Eroğlu, E., (2010), “Mortgage Sisteminde İkincil Piyasa Ürünleri ve Dünya Uygulamaları”, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, C:2, S:4, ss.19-38.

Eroğlu, N., (2002), “*Finansal Küreselleşme:Devletin Düzenleyici Rolü Üzerine Etkileri*”, (Ed.) A., Soyak, *Küreselleşme İktisadi Yönelimler ve Sosyopolitik Karşıtlıklar*, ss.13-50, Om Yayınevi, İstanbul.

Eroğlu, Ö., (2004), *Para Teorisi ve Politikası*, Süleyman Demirel Üniversitesi Yayın, Isparta.

Ersan, İ., (1977), *Finansal Türevler Futures-Opsiyon-Swap*, Literatür Yayıncılık-Dağıtım-Pazarlama Sanayi ve Tic. Limited Şirketi, İstanbul.

Ersoy, H., (2012), “Bankacılık Krizlerinin Yönetimi”, *Maliye Finans Yazıları*, S:94, ss.1-16.

Ertuna, Ö., (1991), *Yatırım ve Portföy Analizi*, Boğaziçi Üniversitesi Matbaası, İstanbul.

Esen, O., (1998), “Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanan Finansal Serbestleşme Programlarına Eleştirisel Bir Yaklaşım”, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, C:13, No:145, ss.23-30

Eser, K., (1996), “Finansal Liberalizasyon Politikalarının Makro Ekonomik Performans Üzerine Etkileri”, *Hazine Dergisi*, C:14, S:1, ss.21-40.

Fabozzi F. J. ve M. Franco, (2003), “*Mortgage and Mortgage-Backed Securities Market*”, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.

Faizo, A., (1991), *Role and Independence of Central Bank*, (Ed.) P. Downes, ve R.Vaez, *The Evolving Role of Central Bank* içinde, Zadeh.

Fettahoğlu, A., (1991), *Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara.

Figges, P., (1989), “Factoring: Pride or Prejudice”, *Accountaney, February*, C:103, No:1146, ss.136-137.

Gökçe, A., (2008), *KPSS A Grubuna Hazırlık Kitabı-Tek Kitap*, Gökçe Kitabevi, Ankara.

Guild, I. ve R. Harris, (1986), *Forfaiting: An Alternative Approach To Export Trade Finance*, First Edition, Universe Boks, U.S.A.

Gup, B., (2008), *Handbook For Directors Of Financial Institutions*, Edward Elgar Publishing, Williston.

Güloğlu B. ve E. Altunoğlu, (2002), “*Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler:Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri*”, İstanbul Üniversitesi Siyasala Bilgiler Fakültesi Dergisi, No:27, İstanbul.

Gündem F. ve R. Tunç, (2009), *Finansal Liberalizasyon Politikaları ve Küresel Finansal Krizin Türkiye Üzerine Etkileri: S&P 500 ve İKMB Üzerinden Analiz*, ss. 1325-1355.

Gündüz L. ve Tural M., (1995), *Türev Ürünlerinin Muhasebeleştirilmesi: Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Öneri*, Yayın No:193, Türkiye Bankalar Birliği (TBB), http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/vadeli_islemler_turev.pdf

Gürel, E. E., B.B. Gürel ve N. Demir, (2012), “Basel III Kriterleri”, *Bankacılık ve Sigortacılık Araştırmaları Dergisi (BSAD)*, C:1, S:3-4, ss.16-28.

Gürel, E. ve H.E. Yayla, (2008), “Basel II’nin 2009’a Erteleme Sürecindeki Gelişmeler ve KOBİ’ler ile Çalışan Serbest Mali Müşavirler ve Yeminli Mali Müşavirler Açısından Basel II Kriterleri”, *Basel II’ye Geçiş Öncesi Kobilerde genel Durum Değerlendirmesi: Sorunlar ve Çözüm Önerileri Bildiriler Kitabı*, I. Uluslararası Sempozyum: Kobiler ve Basel-II, 2-4 Mayıs İzmir Ekonomi Üniversitesi, Türkiye İş Bankası Yayını, ss.296-304.

H. Kupiec, P. ve A.Patrica White, (1996), “Regulatory Competition and the Efficiency of Alternative Derivative Product Margining Systems”, *The Journal of Futures Markets*, C:16, ss.943-946.

Hançerlioğlu, O., (1999), *Ekonomi Sözlüğü*, Remzi Kitabevi, İstanbul.

Hayami, Y., (2003), “From the Washington Consensus to the Post-Washington Consensus: Retrospect and Prospect”, *Asian Development Review*, S:20, No:2, ss.40-65.

Montgomery, L. ve P. Kane (2008), “*Bush Enacts Historic Financial Rescue*”, Washington Post, October 4, <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2012/07/10/AR2008100301108.html?sid=ST2008100400028>, (10.07.2012).

ILO, (2009), “Global Employment Trends”.

IMKB, (1997), “Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu”, IMKB Eğitim Yayınları.

IMKB, (2001), “*Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*” içinde, İstanbul.

Işık N. ve T. Tünen, (2011), “Türev Ürünlerin 2008 Küresel Finansal Krizindeki Rolü”, Avrasya Etüdüleri, Y:17, S:39, ss.7-48, Ankara.

Işık, N., (2006), “*1990 Sonrası Türkiye’de Yaşanan Krizler: 1994,2000 ve 2001 Krizleri*”, (Ed.) Seyidoğlu H. ve R. Yıldız, *Ekonomik Kriz Öncesinde Erken Uyarı Sistemleri*, ss.237-262, Arıkan Basım Yayın, İstanbul.

Kanat, M.M., (2003), “Basel II Düzenlemelerinin Getirdikleri ve Bu Düzenlemelerin Bankacılık sistemimize Etkileri”, Yetki Etüdü Raporu, BDDK, İstanbul.

Kansu, A., (2006), *Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri*, Güncel Yayıncılık, İstanbul.

Kaplan, C., (1999), *Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, Ankara.

Kar, M. ve S. Taş, (2003), “İktisadi Kalkınmada Para ve Sermayenin Yeri”, (Ed.) Taban, S., *Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular* içinde, ss.159-195, Ekin Kitapevi, Bursa.

Kar, M., (2008), *Finansal Sistem ve Kalkınma*, (Ed.) S. Taban, *Kalkınma Ekonomisi Seçme Sorular İçinde*, Ekim Basım Yayın Dağıtım, Bursa, ss.185-226.

Karabulut, G., (2002), *Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri*, Der Yayınları, İstanbul.

Karaçor, Z. ve V. Alptekin, (2006), “Finansal Krizlerin Önceden Tahmin Yoluyla Belirlenmesi: Türkiye Örneği”, *Yönetim ve Ekonomi, Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Manisa, ss. 237-256.

Karademir, A., (2005), *Türkiye’de Finansal Liberalizasyonun Dış Kaynak Bağımlılığına Etkileri*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.

Karakoçak, V., (2008), *Türkiye’de Vadeli İşlem Sözleşmeleri ve Bu Sözleşmelerin Banka Sözleşmelerin Banka Kökenli Aracı Kurumların Finansal Rasyoları Üzerine Etkilerinin Ölçülmesi*, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi.

Karan, B. M., (2001), *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara.

Karan, C., (2007), *Türkiye’de Döviz Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri Takası ve Uygulaması*, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigorta Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Karatepe, Y., (2000), *Türev Piyasaları*, A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını, Yayın No:587, Ankara.

Kargı, N., (1998), *Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği*, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:115, Ankara, ss 29-30.

Karluk, R., (1999), *Türkiye Ekonomisi:Tarihsel Gelişim, Yapısal ve Sosyal Değişim*, Beta Yayınları, İstanbul.

Karlı, M., (1994), *Sermaye Piyasası Borsa Menkul kıymetler*, İrfam Yayın, İstanbul.

Kasapi, A. (1999), “*Mastering Credit Derivatives*”, Financial Times and Prentice Hall, London.

Kaya, Y.T, (1998) *Sermaye Hareketleri ve Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Modellenmesi: Türkiye Örneği*, Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları, No:2487, Ankara.

Kaygusuz, S. Y., (1998), *Finansal Türev Ürünlerinde Muhasebe Esasları*, SPK Yayınları, Ankara.

Keskin, N., (2009), “Sermaye Kontrolleri:Nedenleri, Türleri ve Ülke Deneyimleri”, *Sosyo-Ekonomi Dergisi*, Sayı:Ocak-Haziran, ss. 147-166.

Kesriyeli, M., (1997), *1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri*, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No:97, Ankara.

Keyder, N., (2002), *Para:Teori, Politika, Uygulama*, Ankara

Khatiwada, S., (2009), Stimulus Packages to Counter Global Economic Crisis: A review, International Institute for Labour Studies, DP/196/2009, <http://www.ilo.org/public/english/bureau/inst/publications/discussion/dp19609.pdf>, (10.07.2012).

Kılıç, A. G., (2002), *Döviz Dayalı Türev Araçlar ve Kamu Borç Yönetimi Kapsamında Kullanılabilirliği*, Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü Hazine Müsteşarlığı, Uzmanlık Tezi, Ankara.

Kindleberger, C.P., (2008), *Cinnet, Panik ve Çöküş Mali Krizler Tarihi*, (çev.) H., Tunalı, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul.

Kırca, İ. (2000), *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara.

Kırkulak, B., (2001), *Risk Yönetimi Açısından Opsiyon Piyasalar: Avrupa Borsalarından Örnekler*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Avrupa Birliği Anabilim Dalı, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, ss.10-50.

Kibritçioğlu, A., (2001), “ Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001”, *Yeni Türkiye Dergisi*, C:1, Yıl:7, S:41, ss.174-182, Ankara,

Kibritçioğlu, A., (2011), “MPRA (Munich Personal Repec Archive)”, *The Components and Complexity of the Global Economic Crisis of 2006-2011*, ([http:// mpra.ub.uni-muenchen.de/33515](http://mpra.ub.uni-muenchen.de/33515) (17 Şubat 2012)), ss.1-8.

Kocayusufpaşaoğlu, N., H. Serozan ve R. Arpacı, (2008), *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, C:2, Filiz Kitabevi, İstanbul.

Konuralp, G., (2005), *Sermaye Piyasaları*, Alfa Basım, İstanbul.

Kunt A. S. ve O. Taş, (2008), “Kredi Temerrüt Swapları ve Türkiye’nin CDS priminin tahmin edilmesine yönelik bir uygulama”, *İTÜ Dergisi/b Sosyal Bilimler*, C:5, S:1, ss.78-89, İstanbul.

Levine, R., (1997), “Financial Development And Economic Growth: Views And Agenda”, *Journal of Economic Literature*, S:35.

Lucas, C., (1994), “Financial Innovation”, *Current Legal Issues Affecting Central Banks*, S:2, ss.179-88, (Ed.) R.C., Effors, IMF.

Madura, J., (1989), “Financial Markets and Institutions”, Florida Atlantic University.

Marrchall, C. ve S. Michael, (1996), Value at Risk: Implementing a Risk Measurement Standard, Working Paper, No:47-96, Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania.

Marshall, D., (1998), “Understanding the Asian Crises: Systemic Risk as Coordination Failure”, *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chiago 3Rd Quarter, ss.13

Mengütürk, M., (1995), *International Finance*, Literatür Yayıncılık, İstanbul.

Mishkin, F.S, (1995), *The Economics of Money, Banking And Financial Market*, Harper Collins College Publisher, U.S.A.

Mosele, R. A., (2006), *Türkiye’de Vadeli İşlem Piyasası ve VOBAŞ İle CBOT’un Karşılaştırması*, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigorta Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Müslümov, A ve G. Aras, (2002), “Sermaye Piyasası Gelişmesi ve Ekonomik Büyüme Arasındaki Nedensellik İlişkisi: OECD Ülkeleri Örneği”, *İktisat İşletme ve Finans*, S:198, ss 90-100.

Narin, M. ve Özer A., (2010), *Turgut Özal Uluslararası Ekonomik ve Siyaset Kongresi-1, Küresel Krizler ve ekonomik Yönetişim Bildiriler Kitabı*, İnönü Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Malatya.

Nurcan, B., (2005), *Türev Piyasası İşlemlerinin Vergilendirmesi ve Örnek Ülke Uygulamaları*, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.

Obama, B. H. ve J. Biden, (2008), “A Rescue Plan for the Middle Class”, http://obama.3cdn.net/009ff9aad4fd7f3acf_5813mvzb2.pdf, (10.007.2012).

Odabaşı, H., (1999), “Para Sihirbazları”, *Aksiyon Dergisi*, S:33, ss.32-38.

Oktar, S. ve L. Dalyancı, (2010), “Finansal Kriz Teorileri ve Türkiye Ekonomisinde 1990 Sonrası Finansal Krizler”, *Marmara Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, C: 29, ss.1-22.

Oktay, S. ve H. Temel, (2007), “Basel II Kriterleri Ekseninde Ticari Bankalarda Kredi Riski Yönetiminin Karşılaştırılmasına Yönelik Bir Saha Çalışması”, *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C:3, S:6, ss.163-185.

Onur, S., (2005), “Finansal Liberalizasyon ve GSMH Büyümesi Arındaki İlişki”, *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C:1, S:1, ss.127-152.

Orhan, O. ve S. Erdoğan, (2008), *İktisada Giriş*, Palme Yayıncılık, Ankara.

Öcal, T., (1997), *Para, Banka Teori ve Politika*, Gazi Kitabevi, Ankara.

Önce, S., (1995), *Türev Ürünlerin Muhasebe Sorunları ve Bankalar İçin Muhasebeleştirme Şekilleri*, Türkiye Bankalar Birliği, Eskişehir.

Öniş, Z., (2003), “Neoliberal Küreselleşmenin Sınırları: Türkiye Açısından Arjantin Krizi ve IMF’ye Karşılaştırmalı Bir Bakış”, (Ed.) Köse, A.H. F. Şenses E. Yeldan, *İktisat Üzerine Yazılar II, İktisadi Kalkınma Kriz ve İstikrar* içinde, ss.505-532, İletişim Yayınları, İstanbul.

Örten, R. ve Ö. İpek, (2001), *Türev Finansal Ürünler ve Muhasebe Uygulamaları*, Gazi Kitabevi, Ankara.

- Özalp, P., (2003), *Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi İçindeki Rolü :Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları*, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi, Ankara.
- Özbilen, Ş., (1999), “Global ve Ulusal Ekonomilerde Reel Kriz Süreçlerinin Ortaya Çıkışı ve Gelişme Süreçleri”, *Yeni Türkiye Dergisi*, ss.171-185.
- Özbilen, Ş., (2000), Finansal Deregülasyonun Türkiye Ekonomisine Etkileri. www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/sevki.pdf (3 Haziran 2012).
- Özdemir, Z., (2005), “Dış Ticaret Finansman Tekniklerinden Factoring ve Forfaiting İşlemleri”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C:10, S:2, ss.194-224, Kocaeli.
- Özel, S., (2000), *Türkiye’de Enflasyon, Devalüasyon ve Faiz*, Alkım Yayıncılık, İstanbul.
- Özel, S., (2005), *Global Finansal Krizler*, Deniz Kültür Yayınları, İstanbul.
- Özel, S., (2008), “Makro Ekonomi ve Strateji”, *Denizbank Haftalık Ekonomi Bülteni*, Y:12, ss.21-27.
- Özer, M., (1999), *Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:1096, Eskişehir.
- Özerol, H., (2011), *Finansçı Olmayanlar İçin Finans*, Elma Yayınevi, Ankara.
- Özkan, M., (1998), *Sigorta İşletmeleri ve Muhasebesi*, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.
- Parasız, İ., (1997), *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, Ezgi Kitabevi Yayınları, İstanbul.
- Parasız, İ., (1999), *Modern Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü*, Ezgi Kitabevi, Bursa.
- Parasız, İ., (2000), *Modern Bankacılık*, Banksis Yayınları, İstanbul.
- Peker, İ., (1997), *Türev Araçlar, Riskleri, Düzenlemeleri ve Kontrol Sistemleri (Örnek Olay: Baring Grubunun Çöküşü)*, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara.

- Perelman, M., (2008), “Kriz Hakkında Nasıl Düşünülmeli”, Neoliberalizm ve Kriz, Kalkedon Yayınları, İstanbul.
- Pınar, A. ve B. Erdal, (2003), *Soru ve Yanıtlarla Para-Banka-Kredi ve Para Politikası*, Turhan Kitabevi, Ankara.
- Reinhart C. M. ve K. S. Rogoff, (2010), Bu Defa Farklı- Finansal Çılgınlığın 800 Yıllık Tarihi, (Çev.) L. Konyar, NTV Yayınları, İstanbul.
- Rejda, G. E., (1999), *Principles of Risk Management and Insurance*, 6, (Ed.), Addison Wesley, MA, ss.8-9, U.S.
- Rivas, A., T. Ozuna ve F. Policastro (2006), “Does the Use of Derivatives Increase Bank Efficiency? Evidence from Latin American Banks”, *International Business & Economics Research Journal*, C:5, S:11, ss.47-56.
- Sağcan, M., (1987), Menkul Kıymetler ve Hisse Senetleri, Cumhuriyet Matbaası, İzmir.
- Sağlam, D., (1998), “Meksika, Asya ve Rusya Ekonomik Krizlerinin Mukayeseli Bir Analizi”, *İşletme ve Finans Dergisi*, Y:13, S:152.
- Sakarya, B.,(2008), “Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları”,BDDK Çalışma Tebliği, S:2, ss.1-52.
- Sarıkamış, C., (2000), *Sermaye Pazarları*, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Savaş, V., (1984), *Keynesyen İktisat Yıkılırken*, Fatih Yayınevi, İstanbul.
- Sayılgan, G., (2004), *Soru ve Yanıtlarla Finansal Piyasalar ve Finansman Yöntemleri- İş Sınavlarına Hazırlık-9*, Turhan Kitapevi Yayınları, Ankara.
- Settlements (Ed.), *Basel III: Towards a Safer Financial System*. Madrid: The Bank For International Settlements.
- Seyidoğlu, H., (1999), *Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük*, Güzem Can Yayınları, İstanbul.

Seyidoğlu, H., (2003 a), *Uluslar arası İktisat Teori Politika ve Uygulama*, Güzem Can Yayınları, İstanbul.

Seyidoğlu, H., (2003 b), “Uluslar arası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ekonomileri”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, C:4, S:2, ss.141-156.

Seyidoğlu, H. ve R. Yıldız, (2006), *Ekonomik Kriz Öncesi Erken Uyarı Sistemleri*, Arıkan Yayınları, İstanbul.

Shutt, H., (2004), *Kapitalizmle Derdim Var!*, (çev.) Sungur N. ve A. Çakmak, Kitap Yayınevi, İstanbul

Soydemir, S., (1998), *Türkiye’de Finansal Fon Akımları (1982-1993)*, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:112, Ankara.

Sönmez, C., (2009), Küresel Krizin Çıkış Kaynağı; Mortgage Kredileri, (Ed) S., Uzunoğlu *Güncel Ekonomik Sorunlar Global Kriz* içinde, Literatür Yayınları, İstanbul.

Sönmez, S., (2005), *Dünya Ekonomisinde Dönüşüm*, İmge Kitabevi, Ankara.

Şengönül, A., M. Altınok ve R. Gürbüz, (2007), “Finansal Serbestleşme Sürecinde Türkiye’de Kısa Vadeli Sermaye Akımlarının Makroekonomik Etkileri”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, C:252, ss.27-48.

Takan, M., (2001), *Bankacılık Teori Uygulama ve Yönetim*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.

Tantan, S., (1996), “Menkul kıymetleştirme: ABD Uygulamaları ve Bankacılık Sektörüne Etkileri”, SPK Yayınları, Ankara.

Taptık, S.Ö., (2002), *Bankaların Sermaye Piyasasındaki Rolü*, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigorta Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

Taylor, J. B., (2009), “The Financial Crisis and The Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong”, S:14631, (<http://www.nber.org> (9 Mart 2012), ss.1-31.

Teker, S. ve M. Turan, (2003), “Bankaların Kredi Riski Ölçümü İçin Önerilen İçsel Derecelendirme Sisteminin Türk Bankaları Tüketici Kredileri Portföyüne Uygulanması”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, C: 18, S:209, ss.71-81.

Tezer, Ö. ve Ö.F. Çolak, (1999), *Finansal Sistem ve Bankalar*, Nobel Yayın Dağıtım, İstanbul.

Tiryaki, G., (2009), “Küresel Bankacılık Düzenlemelerinde Yeni Dönem”, *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, S:60.

Toraman, C., (2002), “Gelişen Piyasalarda Finansal Risk Yönetimi”, *Banka- Maliye ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, S:39, ss.21-37.

TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği), (2002), *Türev Araçlar, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi, Türev Araçlarla Arbitraj ve Korunma*, ss.4-18.

Tufan, E., (2001), *Futures İşlemlerin Piyasa Etkinliğine Olan Etkisinin Test Edilmesi: İstanbul Altın Borsası Uygulaması*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.

Tufano, P., (2002), *Financial Innovation*, The Hand Book of The Economics and Finance, Hollanda.

Tuncel, K., (1996), *Risk Sermayesi Finansman Modeli*, SPK Yayın No:37, Ankara.

Turgut, A., (2007), “Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler”, *TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi*, C:20, S:4-5, ss.35-46.

Türkiye Bankalar Birliği Kurulu (BDDK), (2004), *Risk Yönetimi ve Basel II'nin KOBİ'lere Etkileri*, Yayın No:228. (www.tbb.org.tr (22 Mayıs 2012)).

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), 2001, “Para Politikası Raporu”, ss.1-85, Ankara.

Türkiye Sermaye Piyasası, (2011), TSP Aracı Kuruluşları Birliği Yatırım Yaparken Sorularla Türkiye Sermaye Piyasası, İstanbul. (www.tspakb.org.tr (11 Nisan 2012)), ss.1-18.

Udell, G. F., (2009), “Wall Street , Main Street and a Credit Crunch:Thoughts on The Current Financial Crisis”, *Business Horizons*, S:52, ss.117-125.

Uludağ, İ. ve E. Arıcan, (1999), *Finansal Hizmetler Ekonomisi (Piyasalar-Kurumlar ve Araçlar)*, Beta Yayınları, İstanbul.

Ural, M., (2003), “Finansal Krizler ve Türkiye”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, C:18, S:1, ss:11-28.

Uygur, E., (2001), *Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri*, Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni.

Uzun, E., (2006), *Sermaye Piyasası Ders Notları*, Muğla Üniversitesi Yayınları, Muğla.

Uzunoğlu, S., (2003), *Para ve Döviz Piyasaları*, Literatür Yayıncılık, İstanbul.

Ünal, O.K., (1988), *Menkul Kıymetler, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü*, Türkiye İş Bankası Yayınları, Ankara.

Vardareri, A. D. ve Dursun G., “Finansal Kriz, Yansımaları ve Değişimin Zorunluluğu”, (2009), http://econ.anadolu.edu.tr/fullpapers/Vardareri_Dursun_econanadolu2009.pdf, (10.06.2012).

Vatansever, N., (2000), “Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması”, *Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C:1, S:1, Muğla.

Venet, B., (2003), “Finansal Liberalizasyon ve Ekonomik Gelişme”, *İktisat Dergisi*, C:438, ss.60-70.

Vergil, H., (2002), “Sermaye Hareketlerinin Kontrolü ve Özel Yatırımlar Üzerine Etkileri”, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, C:3, Sayı:1, ss.147-166.

Vurgun, K., (1992), *Uluslar arası Menkul Kıymet Piyasalarının Gelişimi (Borsa Başkanlığı'na Sunulmuş İzleme Raporu*, Nisan.

- Yalta, A.Y., (2011), “*Finansal Piyasalar ve Finansal Kurumlar*”, Para Teorisi ve Politikası, Türkiye Bilimleri Akademisi Açık Ders Projesi (TÜBA), ss.1-11.
- Yardımcıoğlu, M. ve M. Bay, (2010), “Türkiye’de Basel II’nin Kobilere Uygulanma Sorunları ve 2009 Yılı Bankacılık Sektörü Analizi”, *Mali Çözüm Dergisi*, ss.30-44
- Yavuz, G., (2007), “Washington Uzlaşması’ndan Post-Washington Uzlaşması’na: Kalkınma Gündeminin Biçimlenişinde ‘Yeni Kurumcu İktisat’ Etkisi”, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, C:18, S:64, ss.23-44.
- Yay, T., G.G. Yay ve E. Yılmaz, (2001), *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No:47, İstanbul.
- Yayla, M. ve Y.T. Kaya, (2005), Basel II, Ekonomik Yansımaları ve Geçiş Süreci, ARD Çalışma Raporları:2005/3 BDDK Araştırma Dairesi.
- Yeldan, E., (2002), Neoliberal Küreselleşme İdeolojisinin Kalkınma Söylemi Üzerine Değerlendirmeler, *Praksis Dergisi*, C:6, ss.1-14.
- Yetkin, F., (2001), “Türkiye’de Finansal Kiralama (leasing) ve Finansal Kiralama Sektörü”, (Ed.) B. Tunay, *Finansal Sistemde Yeni Yönelimler: Türk Finans Piyasalarının Bugünü ve Geleceği* içinde, Beta Yayınları, İstanbul.
- Yıldırtan, Z.D., (2006), *Finansal Krizler, Erken Uyarı Sistemleri*, Nobel Kitap Yayınevi, Ankara.
- Yılmaz, M.K., (2002), *Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri*, Der Yayınları, İstanbul.
- Yücel, A.T., P.E. Mandacı ve G. Kurt, (2007), “İşletmelerin Finansal Risk Yönetimi ve Türev Ürün Kullanımı: IMKB 100 Endeksinde Yer Alan İşletmelerde Bir Uygulama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, S:36, ss.106-113.
- Yükçü, S. ve T. Yücel, (1995), *Bankacılıkta Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, Bugünkü Durumu ve Yapılması Gerekenler*, TBB Yayın, No:191, İzmir.
- Yüksel, A.S. ve G. Rodoplu; (1980), *Sermaye Piyasası*, Filiz Kitabevi, İstanbul.

Zaimoğlu, T., (1995), *Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları*, SPK Yayın No:19, Ankara.

www. <http://web.inonu.edu.tr/~ozal.congress/pdf/77.pdf> (29 Mayıs 2012).

http://www.alomaliye.com/halil_soyler_doviz_kur_islemler.html (7 Haziran 2012).

<http://www.bis.org/press/p100912b.pdf> (30 Mayıs 2012)

www.imkb.gov.tr (10 Mart 2012).

<http://www.ecoyatirim.com.tr> (29 Nisan 2012).

<http://www.muhasibedersleri.com/ticari-belgeler/senet.htm> (28 Nisan 2012).

www.finansportfoy.com (1 Mayıs 2012).

www.spk.gov.tr (9 Mayıs 2012).

www.tspakb.gov.tr (11 Nisan 2012).

Fotoğraf

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : Fatma UZUNSES
Doğum Yeri ve Tarihi : Ankara-1985

Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler
Fakültesi, İktisat Bölümü

Yüksek Lisans Öğrenimi : Bilecik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,
İktisat Anabilim Dalı

Bildiği Yabancı Diller :
Bilimsel Faaliyetleri :

İş Deneyimi

Stajlar : Mali Müşavirlik Bürosunda Stajyerlik
Projeler :
Çalıştığı Kurumlar :

İletişim

Adres :
Tel : 05067126905
E-Posta Adresi : fatmauzunes@hotmail.com

Diğer:

Tarih: