

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

**VADELİ İŞLEM PİYASALARININ MAKRO EKONOMİK
GÖSTERGELER ÜZERİNDE ETKİSİ; TÜRKİYE İLE MENA
ÜLKELERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI**

Yüksek Lisans Tezi

Soleiman Ghareghool

İstanbul, 2023

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

**VADELİ İŞLEM PİYASALARININ MAKRO EKONOMİK
GÖSTERGELER ÜZERİNDE ETKİSİ; TÜRKİYE İLE MENA
ÜLKELERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI**

Yüksek Lisans Tezi

Soleiman Gharehghool
Danışman: Prof. Dr. Server Demirci

İstanbul, 2023

ÖZET

Ekonomilerin serbestleşmesi ile birlikte finansal piyasaların gelişimi hızlanmıştır. Son yıllarda finansal piyasaların alt bölümü olan vadeli işlem piyasasının gelişimi önemli hale gelmiştir. MENA ülkeleri, yeni gelişen piyasalar olarak vadeli işlem piyasalarını ve bu piyasaların gelişiminde karşılaşılabilecek olası sorunları ve ekonomiye katkı sağlama durumunu inceleyen çalışmalar oldukça azdır. Diğer önemli konu ise MENA vadeli işlem piyasasının henüz gelişmemiş bir piyasa olmasıdır. Türkiye ile MENA ülkeleri arasında çeşitli alanlarda süregelen işbirliği ve ilişkiler mevcuttur. Bu ilişkiler, ekonomik, politik, kültürel ve güvenlik alanlarında daha yoğunlaşmış durumdadır. Tarihi, coğrafi, dini ve stratejik yakınlık da bu ilişkileri daha da güçlendiren faktörler arasında bulunmaktadır. MENA ülkelerin entegrasyon süreçleri hız kazanırken, rekabet gücünü artırmaya çalıştığı görülmüştür. Bu çalışmada, MENA ülkelerinin vadeli işlem piyasasının ekonomiye katkı sağlayıp sağlamadığı ve vadeli işlem piyasalarının gelişiminde karşılaşılabileceği sorunlar incelenmiştir. Çalışma, genel bir değerlendirme yapmak amacıyla SWOT analizini kullanmayı hedeflenmiştir. Ayrıca, Türkiye'nin vadeli işlem piyasasının durumunu inceleyerek, MENA ülkelerinin bu alandaki konumunu belirlemeye çalışmıştır. Ancak bu ülkelerin yerel finansal piyasaları, genellikle düşük likiditeye sahip, zayıf yapıda ve yeterli BT altyapısından yoksun olmaları nedeniyle ciddi değişkenlikler göstermektedir. Bu piyasalarda iyileştirilmiş finansal aracılık ve uluslararası finansal entegrasyon süreçlerin hızlandırması, sermayenin daha etkin kullanılmasına ve yatırımların artmasına yardımcı olabilir. Küresel mali kriz döneminde, Mısır, Ürdün, Fas, Kuveyt ve BAE gibi ülkelerin sermaye piyasalarında ve gayrimenkul sektöründe oluşan balonlar, daha fazla küresel mali entegrasyonun kırılganlıklarını artırarak ve sistematik risklerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. MENA ülkelerinde vadeli işlem piyasalarının gelişimi için; likidite artışının yanı sıra kredi ve finansal hizmet kurumlarının kurulması, bu sayede önemli sayıda yatırımcı, arbitrajcı, spekülâtör ve hedger'ların oluşturulması önemli rol oynayabilir. Ayrıca, yasal düzenlemelerin geliştirilmesi, takas hizmetlerinin kalitesinin artırılması, finansal okuryazarlık seviyesinin yükseltilmesi, reformların düzenlenmesi ve uygulanması, yatırım koruma haklarının geliştirilmesi ve teknoloji altyapısının iyileştirilmesi gibi adımlar da gelişimin desteklenmesine katkı sağlayabilir.

Anahtar Kelime: Vadeli işlem piyasası, MENA Ülkeleri, Financial Piyasalar, Finansal Gelişimi,

Jel Sınıflaması: E44, F30, G15

Abstract

With the liberalization of economies, the development of financial markets accelerated. In recent years, the development of the derivative market, which is a subdivision of financial markets, has become important. There are very few studies examining MENA countries, derivative markets as emerging markets, possible problems that may be encountered in the development of these markets and their contribution to the economy. Another important issue is that the MENA derivatives market is an underdeveloped market. There are ongoing cooperation and relations in various fields between Turkey and the countries of the MENA. These relations are more concentrated in the economic, political, cultural and security areas. Historical, geographical, religious and strategic proximity are among the factors that further strengthen these relations. While the integration processes of MENA countries accelerated, it was observed that they tried to increase their competitiveness. In this study, it has been examined whether the derivatives market of MENA countries contributes to the economy and the problems that the derivative markets may encounter in the development. The study aimed to use SWOT analysis to make an overall assessment. In addition, by examining the situation of Turkey's derivatives market, it tried to determine the position of MENA countries in this area. However, the local financial markets of these countries are highly volatile, often with low liquidity, weak structure and lack of adequate IT infrastructure. Improved financial intermediation and accelerating international financial integration processes in these markets can help to use capital more effectively and increase investments. During the global financial crisis, bubbles in the capital markets and real estate sectors of countries such as Egypt, Jordan, Morocco, Kuwait and the UAE increased the vulnerabilities of further global financial integration and led to the emergence of systematic risks. For the development of derivatives markets in MENA countries; In addition to the increase in liquidity, the establishment of credit and financial services institutions, thus creating a significant number of investors, arbitrageurs, speculators and hedgers can play an important role. In addition, steps such as improving legal regulations, increasing the quality of clearing services, increasing the level of financial literacy, regulating and implementing reforms, improving investment protection rights and improving technology infrastructure can also contribute to supporting the development.

Keywords: Derivatives Market, MENA Countries, Financial Markets, Financial Development,

Jel Classification: E44, F30, G15

İÇİNDEKİLER

	Sayfa Numarası
İÇİNDEKİLER	i
TABLolar LİSTESİ	ii
ŞEKİLLER LİSTESİ	iii
GRAFİKLER LİSTESİ	iv
KISALTMALAR LİSTESİ	iv
GİRİŞ	1

1. BÖLÜM

KAVRAMSAL ve TEORİK ÇERÇEVE

	Sayfa Numarası
1.1. Vadeli İşlem Piyasasının Kavramı	3
1.2. Vadeli işlem Piyasası Tarihsel Gelişimi	4
1.3. Vadeli İşlem ve Çeşitleri	5
1.3.1. Vadeli işlem Piyasalarının Kullanım Amaçları	5
1.3.2. Vadeli İşlem Türleri	7
1.3.2.1. Forward İşlemleri	7
1.3.2.2. Futures (Gelecek) işlemler	10
1.3.2.3. Opsiyon İşlemleri	15
1.3.2.4. Swap İşlemleri	20
1.4. Teorik Çerçevesi	23
1.5. Makro Ekonomik Değişkenlerin Çeşitleri ve Tanımı	26

2. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE VADELİ İŞLEM PİYASASI

	Sayfa Numarası
2.1. Türkiye'de Vadeli İşlem Piyasası Gelişimi	33
2.2. Türkiye'de Vadeli İşlem Piyasasının İşleyiş Yapısı	35
2.3. Türkiye'de Vadeli İşlem Piyasası Makro Ekonomi Değişimlerinin Üzerine Etkileri	39
2.3.1. Türkiye Ekonomisi ve Vadeli İşlem Piyasasının Durumu	40
2.3.2. Türkiye'de Vadeli İşlemlerinin Ampirik Çalışmaları ve Genel Değerlenmesi	44
2.4. Dünyada Türev Ürünlerinin Durumu	48

3. BÖLÜM

MENA ÜLKELERİNDE VADELİ İŞLEM PİYASASI

	Sayfa Numarası
3.1. MENA Ülkelerinin Karşılaştırmalı Ekonomik Durumu	53
3.2. Türkiye ve MENA Ülkelerinin Vadeli İşlem Piyasasının Karşılaştırmalı Analizi	72
3.3. MENA Ülkelerinde Vadeli İşlem Piyasasının Karşılaştığı Sorunlar	80
3.4. MENA Ülkelerin Vadeli İşlem Piyasalarının Entegrasyon Durumu	84
3.5. Kriz Döneminde MENA Ülkeleri Vadeli İşlem Piyasaların	85
3.6. MENA Vadeli İşlem Piyasası Ekonomiye Katkısı	88
3.7. MENA Ülkelerinin SWOT Analizi	90
3.8. MENA Ülkelerin Vadeli İşlem Piyasasının Gelişimine Öneriler	91
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	92
KAYNAKÇA	97

TABLolar LİSTESİ

	Sayfa Numarası
Tablo 1.1. Forward, Future ve Opsiyon Farklılıkları ve Benzerlikleri	19
Tablo 2.1. Türkiye Temel Ekonomik Veriler	40
Tablo 2.2. Türkiye Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası İşlem Hacmi (TL)	42
Tablo 2.3. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası İşlem Hacmindeki Yerli ve Yabancıların Payı	43
Tablo 2.4. Gelişmiş Ülkelere göre Tezgah Üstü Piyasada Döviz Enstrümanlarının İşlem Hacmi;	49
Tablo 2.5. Gelişmekte Olan Ülkelere göre OTC Döviz Enstrümanlarının İşlem Hacmi;	50
Tablo 3.1. Bahreyn Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	54
Tablo 3.2. Birleşik Arap Emirlikleri Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	55
Tablo 3.3. Cezayir Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	56
Tablo 3.4. Fas Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	57
Tablo 3.5. Irak Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	58
Tablo 3.6. İran Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	59
Tablo 3.7. İsrail Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	60
Tablo 3.8. Katar Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	70
Tablo 3.9. Kuveyt Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	71
Tablo 3.10. Libya Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	72
Tablo 3.11. Lübnan Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	73
Tablo 3.12. Mısır Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	74
Tablo 3.13. Suudi Arabistan Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	75

Tablo 3.14. Suriye Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	76
Tablo 3.15. Tunus Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	77
Tablo 3.16. Umman Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	78
Tablo 3.17. Ürdün Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	79
Tablo 3.18. Yemen Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası	80
Tablo 3.19. Mena Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasasının Piyasa Değer 2000-2008	81
Tablo 3.20. Mena Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasasının Piyasa Değer 2008-2015	82
Tablo 3.21. Mena Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasasının Piyasa Değer 2016-2022	83
Tablo 3.22. Mena Ülkelerinin Tahvil Piyasa değeri 2000-2007	84
Tablo 3.23. Mena Ülkelerinin Tahvil Piyasa değeri 2008-2015	85
Tablo 3.24. Mena Ülkelerinin Tahvil Piyasa değeri 2016-2022	86

ŞEKİLLER LİSTESİ

	Sayfa Numarası
Şekil 1.1. Faiz Swap İşlemi	21
Şekil 1.2. Ekonomik Büyüme	27

GRAFİKLER LİSTESİ

	Sayfa Numarası
Grafik 2.1; Para Birimine Göre Tezgah üstü Piyasasında Döviz Enstrümanlarının İşlem Hacmi	50
Grafik 2.2. Tezgah Üstü Piyasasında Sözleşme Payları	51
Grafik 3.1. Borsada işlem gören türevlerin hacimleri	76

KISALTMALAR LİSTESİ

Age : Adı geçen eser
Agm : Adı geçen makale
BT : Biliřim Teknoloji
BAE : Birleşik Arap Emirlikleri
BİS : Uluslararası Ödemeler Bankası
BİST : Borsa İstanbul
MENA: Orta Doğu ve Kuzey Afrika
SPK : Sermaye Piyasası Kurumu
SWOT: Güçlü Yönler, Zayıf Yönler, Fırsatlar ve Tehditlerin kısaltması
TOBB : Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği.
VIOP : Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası
WFE : Dünya Borsalar Federasyonu

Giriş

Son yıllarda ülkeler ekonomi serbestleşme sürecini hızlandırmışlardır. Bu da finansal gelişimine hız kazandırmıştır. Finansal piyasaların gelişimi, ülkedeki finansal kuruluşların gelişimiyle gerçekleşebilir. Finansal piyasalar, borsalar, tezgah üstü piyasalar, bankalar, aracı kurumlar, yatırım danışmanlıkları, fon yöneticileri ve diğer finansal kuruluşlardan oluşmaktadır. Bu finansal kuruluşlar, çeşitli finansal araçlar kullanarak finansal piyasaların etkinliğini artırır. Ancak finansal piyasalar, zaman boyutuna göre spot piyasası ve vadeli işlem piyasası olarak ikiye ayrılmaktadır. Spot piyasası, finansal araçların alım satım işlemlerinin anında (2-3 gün içinde) tamamlandığı piyasadır. Vadeli işlem piyasası ise bugünden gelecek bir tarihte yapılan işlemleri ifade eder. Vadeli işlem piyasası, fiyat keşfinde, risk yönetiminde, finans ve ekonomiye katkı sağlayabilirken, türev ürünlerin karmaşık yapısı ülke ekonomisini karmaşık bir duruma sürükleyebilir.

Bu çalışmada, "Middle East and North Africa" ifadesinin baş harflerinden oluşan kısaltması olan MENA (Orta Doğu ve Kuzey Afrika), coğrafi, kültürel, ekonomik ve siyasi açılardan çeşitlilik gösteren ülkeleri içeren geniş bir bölge ele alınmaktadır. Çalışma, ekonomik ve vadeli işlem piyasasını değerlendirmeyi amaçlamaktadır.

Piyasada anında işlem yapılan spot piyasası ile ilgili birçok akademik çalışma yapılmıştır. Vadeli işlem piyasası ise gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde bilimsel çalışmalarla incelenmiştir. Ancak, çeşitli düzeylerde kalkınmışlık sergileyen MENA ülkelerini içeren vadeli işlem piyasaları ve bu piyasaların gelişiminde karşılaşılabilecek olası sorunları ve ekonomiye katkı sağlama durumunu inceleyen çalışmalar oldukça azdır. Diğer önemli bir konu ise MENA vadeli işlem piyasasının henüz gelişmemiş bir piyasa olmasıdır. Dolayısıyla, bu ülkelerin özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalara yönelik bir yol haritası çizmesinde katkı sağlayabilir.

MENA ülkeleriyle Türkiye arasında çeşitli alanlarda süregelen işbirliği ve ilişkiler mevcuttur. Bu ilişkiler özellikle ekonomik, politik, kültürel ve güvenlik alanlarında daha da yoğunlaşmış durumdadır. Tarihi, coğrafi, dini ve stratejik yakınlık da bu ilişkileri daha da güçlendiren faktörler arasında bulunmaktadır.

Ekonomik açıdan bakıldığında, Türkiye ve MENA ülkeleri benzer tarımsal ürünler üretebilirken, Türkiye ihtiyacı olan petrol ve petrol ürünlerini MENA ülkelerinden temin edebilir. Bu durum, ekonomik işbirliği için önemli bir potansiyele işaret etmektedir. Ancak Türkiye'nin Avrupa ekonomi ve siyasi yapısına sahip olma vizyonu nedeniyle, dış ticarete MENA ülkeleriyle olan ilişkileri bazen göz ardı edilmiş veya yetersiz kalmış olabilir. Finans alanında ise bazı MENA ülkeleri finans merkezi olma çabasında iken bazıları yeni gelişim sürecine başlamıştır. Bu bağlamda, Türkiye finans alanında diğer MENA ülkeleri ile rekabet etmektedir.

MENA ülkelerin entegrasyon süreçleri hız kazanırken birbirleriyle rekabet gücünü artırmaya çalıştığı görülmektedir. Bu çalışma, bu ülkelerin karşılaşılabileceği sorunları tespit ederek ve bu sorunları aşmaya yönelik önerilerde bulunarak önemli bir katkı sağlayacaktır. Bu nedenle çalışmanın önemi daha da vurgulanmaktadır.

Çalışmada, MENA ülkelerinin vadeli işlem piyasasının ekonomiye katkı sağlayıp sağlamadığı ve vadeli işlem piyasalarının gelişiminde karşılaşılabileceği sorunlar incelenecektir. Çalışma, genel bir değerlendirme yapmak amacıyla SWOT analizini kullanmayı hedeflemektedir. Ayrıca, Türkiye'nin vadeli işlem piyasasının durumunu inceleyerek, MENA ülkelerinin bu alandaki konumunu belirlemeye çalışacaktır.

Çalışmada, birinci bölümde kavramsal ve teorik çerçeve başlığı altında vadeli işlem piyasasının tanımı, tarihsel gelişimi, çeşitleri, teorik çerçevesi ve makro ekonomik değişkenlerin çeşitleri ve tanımları incelenecektir. İkinci bölümde ise Türkiye'de vadeli işlem piyasasının gelişimi, işleyiş yapısı, Türkiye'deki vadeli işlem piyasalarının makro ekonomi üzerindeki etkileri ve dünyada türev ürünlerinin durumu ele alınacaktır..

Üçüncü bölüm ise MENA ülkelerinde vadeli işlem piyasası başlığı altında; MENA ülkelerinin karşılaştırmalı ekonomik durumu, Türkiye ve MENA ülkelerinin vadeli işlem piyasasının karşılaştırmalı analizi, MENA ülkelerinde vadeli işlem piyasasının karşılaştığı sorunlar, MENA ülkelerin vadeli işlem piyasalarının entegrasyon durumu, kriz döneminde MENA ülkeleri vadeli işlem piyasaları, MENA vadeli işlem piyasası ekonomiye katkısı, MENA ülkelerinin SWOT analizi ve MENA ülkelerin vadeli işlem piyasasının gelişimine öneriler, incelenecektir.

1. BÖLÜM

KAVRAMSAL ve TEORİK ÇERÇEVE

Son dönemde finansal piyasalarının ekonomiye katkı sağladığı görülmektedir. Finansal piyasaların farklı boyutlarda gelişim kazanması, daha derinleşmesi ve yeni finansal ürünlerin ortaya çıkması sürecinde türev ürünler işlem görmeye başlanmıştır. Bu ürünlerin gelişimi, piyasadaki aşırı risklerin önlenmesi, likidite kıtlığının giderilmesi, fiyatların daha dengelenmesi ve gerçek bir değere ulaşması yönünde önemli işlevleri barındırmaktadır. Bu çalışmada vadeli işlem piyasasının ekonomiye katkıları incelenecektir. İncelemede, MINA ülkeleri ve Türkiye gibi yeni gelişmekte olan ülkeler ele alınacaktır. Birinci bölümde vadeli işlem piyasasının kavramsal çerçevesi içinde vadeli işlem piyasasının tanımı ve türleri, teorik çerçevesi ve ekonomideki önemli makro finansal değişkenler ele alınacaktır.

1.1. Vadeli İşlem Piyasasının Kavramı

Vadeli işlem sözleşmeleri, önceden belirlenen fiyat, miktarı ve belirli bir tarihte teslim edilecek varlığın nitel ve nicel özellikleriyle belirlenmiş, iki taraf arasında piyasalarda işlem gören sözleşmelerdir. Bu sözleşmeler, kıymetli madenler, finansal varlıklar, sermaye piyasası araçları ve döviz alım satımı gibi gelecekteki yükümlülükleri içeren sözleşmelerdir. Vade sonunda alıcı ve satıcı, yükümlülüklerini yerine getirmekle sorumludur. Vadeli sözleşmelerde genellikle teslim tarihi, mal miktarı ve kalitesi önceden belirlenir.

Vadeli işlemler aynı zamanda türev ürünler olarak da adlandırılmaktadır. Türev ürünlerin piyasaya çıkış noktası riskten korunmadır. Sözleşmedeki varlığın gelecekte oluşabilecek risklerinin makul düzeyde yönetilmesini amaçlar. Özşahin'e göre 1999 çalışmasında, vadeli işlem piyasası risk yönetim çerçevesinde fiyatların öngörülebilmesini ve şirketlerin işletme sermayesini temin ve muhafaza etmesini, geleceğe yönelik karar alma sürecinde yardımcı olma özelliğine sahiptir.¹

Uğurlu 2001 yılı çalışmasında vadeli işlemler piyasası ile türev işlemlerin finansal açıdan aynı unsurları ele alarak anlamca da aynı şeyi ifade ettiğini savunmuştur. Vadeli

¹ KEREM Özşahin, **Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği**, 1999, SPK Yayın No:163, Ankara, s.4

işlemler, değişen piyasa koşullarına dayalı olarak alım ve satım işlemlerinin yapıldığı bir süreci ifade eder. ²Ayrıçay, Y. 2003 çalışmasında türev piyasasının mal veya finansal varlığın bugünden gelecekteki bir tarihte belirli bir fiyattan alımının yapıldığını ifade etmektedir. Türev ürünlerin fiyatları, hisse senedi, tahvil ve diğer spot piyasalarda işlem gören yatırım araçları gibi değerlere bağlı olarak işlem görebilmektedir. ³

1.2. Vadeli İşlem Piyasası Tarihsel Gelişimi

Vadeli işlem anlaşmaları ilk defa 1697 yılında Japonya’da meydana çıkmıştır. Japonya’daki çiftçileri ürettikleri pirinçleri teminat olarak gösterdiklerinde karşılığında ‘alındı’ sertifikasını kullanıyorlardı. Batı ülkelerinde ilke defa Amerika’da 1848 yılında meydana çıkmıştır. Spot piyasasında tahıl ürünlerin hasat belirsizlikleri, taşıma maliyeti, depolama sorunu ve kalite ölçümü gibi sorunlar nedeniyle oynaklık göstermesine karşın vadeli işlem piyasası geliştirilmiştir. Bu işlemler Chicago Board of Trade (CBOT) ilk futures piyasası mısır ürünlere dayalı faaliyet göstermeye başlamıştır. Bazı ülkeler futures işlemlerine karşı çıktığı görülmüştür. Örneğin Almanya’da 1900-1986 yıllar arasında tahıl ürünlerin vadeli işlemlerinin yasaklanmıştır. Abd’de Illion eyaletinde tahıl ürünlerin vadeli işlem görülmesini kumar olarak nitelendirilmiş ve taraflarını cezalandırmıştır. Bu anlaşmazlıklardan sonucunda mala dayalı futures kontratları forward işlemlere geçilmiştir ve futures piyasasında finansal araçlara dayalı bir piyasa olarak gelişimine devam etmiştir. Bu gelişme sürecinde swap, opsiyon ve sentetik ürünler de işlem görülmeye başlanmıştır. ⁴

1972 ‘de Bretton Woods sisteminin çöküş sonrası sabit döviz kuru rejiminin sona ermesi sonucunda döviz kuru riski ortaya çıkarmıştır. Türev ürünler daha önceleri emtialar üzerine yoğunlaşırken bu gelişmelerin sonunda finansal piyasalarda da vadeli işlemlerinin kullanılması daha yaygın hale gelmiştir. Finansal piyasalardaki vadeli işlem sektörü işlem

² M. UĞURLU, *Finansal Piyasalarda Risk Yönetim Aracı Olarak Türev Piyasalar*, 5. Türkiye Finans Eğitimi Sempozyumu, Bandırma, 2001.

³Y. AYRIÇAY, “Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri”, Kocaeli Üniversitesi, S.B.E. Dergisi, c.5, 2003, ss.1-19, s.1,

⁴ E, TUFAN, *Futures İşlemlerin Piyasa Etkinliğine Olan Etkisinin Test Edilmesi: İstanbul Altın Borsası Uygulaması*, Açıköğretim Fakültesi Yayınları, Eskişehir, 2001, S. 6-8 Sümer, G., Zengin, B., & Battal, H. *Vadeli İşlem Ve Vadeli İşlem Piyasaları. Third Sector Social Economic Review*, 53(2), 549-562. 2018, S.550

hacimlerinin yükselmesi ve daha da derinleşmesi ile ticari mallarının vadeli işlem kullanımına göre oldukça çok büyük bir piyasa görülmektedir.⁵

1971 yılında IMF tarafından döviz, 1975 yılında Şikago Ticaret Borsası tarafından bonoları ve 1982 yılında hissen sendi dayalı futures kontratlar düzeltilmiştir.⁶ Küresel finansal kriz sonrasında dünyada risk iştahı yükseldi. Yatırımcılar varlıklarını yeniden dengelemeye çalıştıkça finansal piyasalar düşüş yaşamıştır. Yatırımcılar portföylerini devlet tahvillerine ve diğer daha güvenli yatırım araçlarına doğru yeniden dengelemeye ve vadeli piyasalarda denkleştirme pozisyonları açarak spot piyasalardaki riskli pozisyonlarını korumaya çalışmıştır. Son yıllılarda fiyat oynaklığı ve belirsizlikler daha da artarken vadeli işlem piyasası da daha önemli hale gelmiştir.

1.3. Vadeli İşlem ve Çeşitleri

Vadeli piyasasında futures, forward, opsiyon, swap işlemi görmektedir. Vadeli işlem piyasası iki gruba ayrılmaktadır. Vadeli işlem gören ürünlerin piyasası ve cari fiyatları ile işlem gören spot piyasasıdır. Futures ve opsiyon sözleşmeleri organize olmuş piyasada işlem görürken forward ve swap sözleşmelerinin organize olmamış piyasada kullanılıyor.⁷ Ayrıca katılımcılar için vadeli işlem piyasasında kullanım amaçları farklılık gösterebilmektedir. Bu kısım çalışmada vadeli işlem piyasalarının kullanım amaçlarını inceledikten sonra vadeli işlem piyasalarının türlerini açıklanacaktır.

1.3.1. Vadeli İşlem Piyasalarının Kullanım Amaçları

Vadeli işlem piyasasının risk yönetimi, kazanç sağlama, fiyat keşfi ve geleceğinin öngörülür gibi önemli özellikleri taşınması nedeniyle birçok farklı katılımcılar faaliyet göstermektedir. Bu yatırımcıların vadeli işlem piyasasından en önemli kullanım amacı açısından risk korunması, spekülasyon hareketleri ve arbitraj işlemleridir. Bu amaçları aşağıdaki başlıklar altında incelenecektir.

⁵ M. KAYGUSUZUOĞLU, *Finansal türev ürünlerden forward sözleşmeleri ve muhasebe işlemleri*. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 25(2), 2011, S.137-149

⁶Eron ÜMİT, *Vadeli İşlem Piyasaları Teorik ve Pratik*, İMKB Yayınları, İstanbul, 1999,. S.1-2

⁷ Ali CEYLAN, Turhan, KORKMAZ, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Kitabevi, Bursa, 2006, S. 364

- **Riskten Korunma (Hedging)**

Vadeli işleminin temel ekonomik işlevini yerine getirmek için başta riskten korunmak gelmektedir. Mevcut sermayenin üzerinde olan riski azaltma yöntemine hedging olarak nitelendirilebilir. Döviz kurlarının oynaklığı nedeniyle kurumlar veya şirketlerinin bu belirsizlikten kaynaklanan riski minimize etmek için gelecekte gerçekleşme üzere belirli bir vade ve belirli bir fiyattan alım ve satım işlemidir.

Belirsizlikler ve risk arasında farklılıklar vardır. Belirsizlikler daha geniş bir kavramı içerirken riskler daha dar anlamı ifade eder. Belirsizlikler hem ölçülebilir hem de ölçülemeyen riskleri kapsarken risk sadece ölçülebilir seviyededir.

- **Spekülatif İşlemleri**

Vadeli işlem piyasasının bir diğer kullanım amaç ise kazanç sağlamayı düşünen katılımcılardır. Bunlar spekülâtörler olarak tanılamaktadır. Piyasanın daha likiditesi yükseltilmeye sebep olmaktadır. Aslında bu tür katılımcılar riski minimize etmeyi düşünmemektedir. Bu nedenle piyasada daha çok bu işlemleri görünmektedir.

Spekülâtörler piyasada üç önemli işlevi sağlamaktadır. Birincisi piyasadaki riskten korunmasını kolaylaştırmakta, likiditeyi yükseltmekte, fiyatlarının doğru yapılmasında ve fiyatların istikrarın devam ettirmesinde çok yönlü avantajları bulunmaktadır.⁸

- **Arbitraj İşlemleri**

Gerek vadeli işlem piyasalar arasında gerek vadeli işlem ve spot piyasasının arasında oluşan fiyat farklarından yararlanmaya çalışmaktadır. Bu katılımcılar arbitraj olarak nitelendirilmektedir. Arbitrajlar bir piyasadan alım işlemi yaparken aynı anda diğer bir piyasadan satım işlemi yapmaktadır. Bunlar aynı zamanda alım ve satım işlemi yaptıklarından dolayı herhangi bir riski taşımamaktadır. Diğer bir ifade ile arbitrajlar aynı veya yakın nitelikte olan mal veya finansal varlığı ucuz olan bir piyasada pahalı olan bir diğer piyasada

⁸ K. REDHEAD, **Financial Derivatives**. Wiltshire: Prentice Hall. 1997, S.9

alım ve satım işlemi yapmaktadır. Arbitraj işlemi yapan katılımcı ile hem riskten korunma işlevi hem de spekülasyon işlevi yerine getirmiş olacaktır.

Arbitrajın önemli ekonomik işlevi piyasadaki fiyat farklılıkları dengelemektir. Bir piyasada mal yada finansal varlık daha düşük seviyede fiyatlanmış ise arbitrajların alımı ile varlığın fiyatı yükselirken diğer bir piyasada yüksek fiyatlanmış aynı veya niteliği yakın olan varlığın arbitraj satımı ile fiyatı daha düşük seviyelere düşürebilir ve böylece fiyatları dengelenmiş olacaktır. Fiyatların farklı olmayan bir piyasada arbitraj işlevi bulunmamaktadır.

1.3.2. Vadeli İşlem Türleri

Vadeli işlemlerinde forward, futures, swap ve opsiyonlar halinde 4 türe ayrılabilir. Bu piyasalarının alt piyasaları bulunmaktadır. Burada başlıklar altında bu piyasaları inceleyeceğiz.

1.3.2.1. Forward İşlemleri

Forward işlemlerinde gelecek vade de belirli tarihte, belirli miktarda ve belirli fiyattan bugünden gelecekteki alım veya satım işlemidir. Bu piyasa organize olmayan bir piyasada işlem görmektedir. Tarafların alıcı ve satıcı olarak nitelendirilmektedir.

Aşağıdaki bazı özellikleri sıralayabiliriz.

Forward işlemlerinin belirli bazı özellikleri bulunmaktadır. Bu özellikler şöyledir;

1. Tarafların biri sözleşmenin şartlarında göre teslim almakla diğer ise ifa etmekle yükümlüdür.
2. Devri ve takaslama imkanı olmayanların iptal durumunda ancak taraflarının anlaşması ile gerçekleşebilir.
3. Forward işlemlerde vade sonu sınırsızdır. Bir gün vade ile anlaşma yapılabileceği gibi 1 yıldan daha uzun süre de yapılabilmektedir.
4. Ürün teslim edildiğinde sözleşme kendiliğinden sona ermektedir.

5. Forward işlemleri örgütsüz piyasa işlemleridir.
6. İşlemler örgütsüz piyasada işlem görmektedir. Diğer bir ifade ile dünyada tezgah üstü piyasada işlem görmektedir.⁹

Forward sözleşmeleri aşağıdaki başlıklar altında incelenecektir.

- **Döviz Forward İşlemleri**

İki ülke para birimi üzerinde bugünden belirli fiyattan ve belirli miktardan ve belirli vadeden anlaşması döviz forward işlemi olarak nitelendirmektedir. Bu anlaşmaya göre her iki taraflar vade sonu geldiğinde anlaşmadaki vaat ettiklerini yerine getirmek ile yükümlüdürler. Aslında gelecekteki belirsizliklerine karşın anlaşma ile belirli hale getirmiş oluyorlar.

Döviz kuru oynaklığından kaynaklanan risk işletimlerinin tüm faaliyetlerini etkilenmektedir. İşletmelerin varlık, kaynak, kar ve zararı üzerinde risk üstlendirmektedir. Özellikle serbest kur rejim uygulanan ülkelerde işletmelerinin karar verme süreçlerini etkilenmektedir. Hele ki şirketlerinin ana faaliyeti ithalat ve ihracat ise kur oynaklığından daha çok etkilenmektedir. Buna göre bu tür işletmeler kur riskinden korunması daha da önemli hale gelmiştir. Kur riski minimize etmediği takdirde şirkete nakit akışını bozmakta ve şirket kredi almış ise kredi riski yükseltebilir ve sonuç olarak olumsuz etkiler bırakabilir. Bu nedenle kur riski yönetimi ile şirketin kredibilitesini yükseltebilir ve borçlanma maliyetini azaltabilir.¹⁰ Bu nedenle döviz vadeli işlemleri ile işletmenin olumsuz etkilerden engellenmek ve gelecek ile ilgili doğru fiyatlandırılması gerekmektedir.

Aslında forward işlemlerinin ana hedefi işleme konu olan döviz kurunun gelecekteki fiyat oynaklıklardan oluşan riski en aza indirmektir. Vade sonunda işleminin gerçekleşmesi durumunda taraflarının biri karlı çıkarken diğeri zarar edecektir. Serbestleşme ile ekonomilerin sabit kur rejiminden doğru serbest döviz kur rejimine yönelmesi ise işlem hacimlerinin daha yüksek seviyelere ulaşmıştır. Bunun doğrultusunda ithalat ve ihracat ile uğraşan şirketler daha çok kur riskine maruz kalmaktadır.

⁹Nurgül CHAMBERS, **Türev Piyasalar**, Beta Yayınları, İstanbul, 2009, S.54, 55

¹⁰İ. Ş. İŞLEYEN, **Döviz Kuru Riskini Azaltmanın En Etkin Yolu For-Ward İşlemleri**. ÇÖZÜM, 2011, S. 177.

Forward işlemleri uygulamada Swap veya Outright olarak bilinmektedir. Genellikle 1gün 1, 2, 3, 6 ve 12 ay ensek vadeli işlem görürken likiditesi yüksek olan majör para birimlerde de 5 yıla kadar vadeli işlemler görülmüştür. Bu işlemlerin yansira kırık vadeler ile de işlem yapmaktadır.

Vadeli döviz işlemlerinin fiyatı spot piyasadaki döviz fiyatından başlayarak hesaplanmaktadır. Forward işleminden en önemli detay olarak anlaşmadaki fiyat üzerinden işlem yapmak ile yükümlüdür.¹¹

- **Faiz Forward İşlemleri**

Forward faiz kontratları gelecekteki bir yatırım veya borçlanmanın faizlerini yapısını değişimi yapılmaktadır. İlerdeki tarihte faiz oranının yükselmesi veya düşüşünü bekleyeni yatırımcı faiz forward işlemine başvurur. Bu işlemde ana para değişimi söz konusu olmayıp faiz oranı oynaklığının riskinden korunmak amacıyla yapılmaktadır. Anlaşmada taraflar faiz beklentileri ters yönde olup vade sonunda faiz farkını ödemekle yükümlüdür.¹² Her iki taraf faiz farkını öderken tarafların biri karlı çıkarken aynı miktarda diğeri zararlı çıkmaktadır.

Aslında futures faiz işlemlerinin yeterli kadar esnek olmaması ve muhasebeleştirme işlemleri daha sorunlar ile karşılaşması nedeniyle faiz forward anlaşmaları meydana gelmiştir. Bu sözleşme para piyasasındaki vadeli değişken faiz üzerinden anlaşılanları sabit faize çevirilen bir yapıya sahiptir.¹³ Bu sözleşmede tarafların faiz beklentileri ters yönlü oldukları ve faiz oynaklığından kaynaklanabilecek riskinden korunma amacı bir araya gelmektedir. Sözleşme vade sonu gelindiğinde, taraflarında yapılan faiz anlaşması ile spot piyasasındaki faiz oranı arasındaki fark kadar, nakit ödemesi yapılır.

¹¹ S. ÇALAL, **Şirketler Topluluğu İçindeki Grup Şirketler Adına Yapılan Forward İşleminde Vergisel Yükümlülükler**, *Mali Cözüm Dergisi*, 30, 249-256. 2020, S. 250

¹², A. G. AKSOY & C. TANRIÖVEN, **Sermaye piyasası yatırım araçları ve analizi**, Gazi. 2014, S.557

¹³ Selman KOÇ; **Forward Sözleşmelerinin Hukuki Mahiyeti, Vergi Kanunları Karşısındaki Durumu ve Muhasebeleştirilmesi**, *Vergi Dünyası*, Sayı 219, Kasım 1999, S. 84.

1.3.2.2. Futures (Gelecek) işlemler

Finansal ürünler üzerine futures anlaşmaları 1972 yılında Bretton Woods sisteminin çöküşünde sabit döviz kuru sisteminden değişen döviz kuru sistemine dönüş sonrası Futures sözleşmeleri ortaya çıkmıştır. Sözleşmeler başta gelen döviz daha sonraları faiz ve endeksleri riskten korunmak için gelişmiştir.

Vadeli işlemlerin organize piyasada ve belirli standartlar altında işlem görmesi futures piyasası olarak adlandırılmaktadır. Futures piyasası forward piyasası gibi varlık fiyatların doğru tahmini ve spot piyasasının oynaklığından korunmak üzere iki önemli fonksiyonu taşımaktadır. Bu fonksiyonlar yatırımcı çeşitli fonksiyonlardan korunması ve varlık fiyatların etkin bir şekilde çalışması yatırım ve tüketim kararlarını ıslık tutacaktır.¹⁴ Futures piyasası fiyatların önceden belirlenmesi ve vade sonunda yükümlülüklerin yerine getirmesi sonucunda etkin bir piyasa olmasına destek olabilir.

Futures işlemleri spekülasyon ve arbitraj amaçlarıyla kullanılabilir. Eğer yatırımcı spot ve futures piyasasındaki fiyat, faiz, döviz kuru gibi değişkenlerin farklarından yararlanmak istediğinde spekülatif amaçlı olarak nitelendirilmektedir.

Futures kontratların fiyat unsuru hariç diğer unsurlar formal şeklinde tasarlanmıştır. Futures piyasasının en önemli özellikleri standardizasyon, organize olmuş piyasada işlem görmesi, halka açık fiyatlandırma sistemi, takas sistemi uygulanması, marjın uygulanması, pozisyon kapatma gibi özellikleri bulunmaktadır.

✓ **Standardizasyon**

Futures konu olan varlığın sözleşmesinin türü, miktar ve tutarı belirli standart altında işlem görmektedir. Standard özelliği taşıdığı için devredilebilir bir yapıya sahiptir.¹⁵ Futures sözleşmeler önceden varlığın kalite özelliği belirlenmesi standart bir tarihte ve miktarda düzenlenmektedir. Bu özellikleri alttaki başlıklar altında ifade edebiliriz.

¹⁴ Robert W. KOLB, **Understanding Futures Markets**, Simon and Schuster, Third Edition, 1995. S.119

¹⁵ Yakup SELVİ, **Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi**, ARC Yayınları 5, İstanbul, 2000. S. 119

✓ **Organize olmuş piyasada işlem görmesi**

Forward işlemleri borsada işlem görmektedir. Organize olmuş piyasada işlemle gören futureslerin yükümlülüklerin yerine getirmeme riski ortadan kaldırmaktadır.¹⁶ Organize piyasalar kurallara bağlı olduklarına göre işlemler garanti altında yerine getirmektedir.

✓ **Takas Odaları**

Forward işlemlerin gerçekleşmesi için takas odaları bulunmaktadır. Takas odaları alıcı ve satıcı birbirini görmeden işlemle garanti şeklinde yerine getirmektedir. Takas odaları belirli komisyonlar karşılığında bu işlemleri yapmaktadır. Takas odaları borsaya günlük fiyatların ilan edilmesi ve teminat işlemleri ile ilgilenmektedir.

✓ **Açık fiyatlama özelliği**

Borsa da işlem gören futures ürünlerin halka açık olup yatırımcılar tarafından izlenmektedir. Bir aracı kurumda hesap açarak sözleşme’de işlem yapabilmek için başlangıç teminat yatırılmalıdır.

✓ **Marjın Uygulanması**

Belirli standartlaşmış teminat karşılığında finansal varlığa dayalı vadeli sözleşme yapmaya izin vermektedir. Fiyatların oynaklığına göre broker tarafından yatırımcı hesabına sürdürebilir teminat kullanılır. Fiyatlar beklentileri karşılamadığı durumda, özsermaye ve sürdürme teminatı seviyesinden daha düşük olması teminat çağırısı yapılmaktadır.

Futures işlemlerin mal ve finans piyasadaki ürünlerine göre bir 4 türe işlem görebilmektedir. Bunlar döviz futures işlemleri, faiz futures işlemleri, hisse senedi endeks işlemleri ve mal futures işlemleridir. Aşağıdaki başlıklar altında incelenecektir.

¹⁶ Ahmet AKÇAN, **Futures Piyasalarının Türkiye’de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Model Önerisi**, Vergi Dünyası, Sayı: 248, Nisan 2002, s. 119

- **Döviz Futures Sözleşmeleri**

Dünya’nda gerek işlem hacmi gerek türev ürünler bakımından bir çok ülke çok erkenden başlarken Türkiye 2005 yılında İzmir organize bir piyasada vadeli sözleşmeler standardize haliyle işlem görmeye başlamıştır. Vadeli işlem ve opsiyon piyasası adı ile faaliyet gösteren borsa, tarım ürünler, faiz, döviz ve altın gibi ürünleri barındırmaktadır.¹⁷

Vadeli işlemler döviz üzerinde yapılan işlemler ilk defa CME tarafından uluslararası para piyasasında International Monetary Market (IMM) faaliyete başlamıştır. Daha sonra 1985’de Financial Instrument Exchange büyüklük bakımından ikinci sırada takip etmiştir. IMM ve FINEX borsaları dünyanın en büyük future borsası olarak bilinmektedir. Bu borsaları philadelphia borsasının bünyesinde United Currency Option Market (UCOM) izlemektedir. Ancak ABD dışı ülkelerinde futures döviz işlemleri likiditesi yüksek olan Londra Uluslararası Finansal Vadeli İşlemler Borsası (LIFFE) çok rağbet göstermemiştir.¹⁸

Belirli bir tarihte belirli bir döviz kuru oranından standart şeklinde olup yükümlülük veren anlaşmalardır. Yatırımcılar döviz kurlarının değişimi yansırı faizlerin oynaklığı ve ekonomilerin konjektörü ele alınması ve pozisyonları ona göre açmaları gerekmektedir. Vadeli döviz kurlarının iki ülkenin enflasyon ve faiz oranının farklarından yola çıkarak hesaplanabilmektedir. Gelecek dönemdeki borç ödemelerinin riskini azaltmak isteyen yada beklenen kur oynaklığından kazanç sağlamaya çalışan yatırımcı, vadeli işlem piyasasında kaldıraç etkisi ile belirli teminatla daha büyük kontratlara katılarak kazanç kazanabilmektedir.

¹⁹

Döviz futures ile döviz forward işlemlerinin arasındaki fark ise döviz futures işlemleri daha hızlı gerçekleşmesi, rekabetçi ortam yaratılması, tarafların kredi riski elemine olması ve açık olan pozisyonların kapatma imkanı bulunmasıdır. Futures döviz işlemleri ile döviz kuru oynaklığında tam korunmak anlamına gelmemektedir. Şirketin döviz kuru riskinden korunmak amacıyla kullandığı futures döviz işlemi vade sonunda firmaya kar veya zarar durumu belirlenecektir.

¹⁷ T., KORKMAZ, &, Ö. G. E. AÇIKGÖZ Vob'da işlem gören döviz futures sözleşmelerinin değeri ile piyasadaki likit döviz miktarı arasındaki ilişki. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (29).2007, S.64

¹⁸ Mustafa Kemal YILMAZ, **Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, Der, İstanbul, 2002, S. 51

¹⁹ AKSOY, TANRIÖVEN, **a.g.e**, 2014, S.563

- **Faiz Futures Sözleşmeleri**

Finansal varlıkların belirlenmiş faiz oranı ile belirli tarihte standart haliyle işlem gören sözleşmelerdir. Diğer bir ifade ile varlıkların önceden belirlenmiş vade tarihi ile faiz oranına dayalı işlemlerdir. Bu tür sözleşmeleri gelecekteki faiz oranlarının yükselme durumunda finansman bonoların düşük fiyata satılma ve faiz oranlarının düşme riski durumunda bankadaki depozit yapılan miktarın gelirini azalma riskine engel olmasıdır.²⁰ Faiz futures sözleşmelerin temel amacı gelecekteki faiz oynaklığından kaynaklanan mali risklerden korunmasıdır. Faiz futures işlemlerinde iki tip bulunmaktadır.

1. Faiz üzerinde doğrudan yapılan sözleşmelerdir. Örnek olarak Eurocurrency mevduat sözleşmeleridir. Bu tür sözleşmede ikinci piyasa bulunmamakta ve vade sonu gelindiğinde ters işlem ile kapatılmaktadır.

2. Faiz oranlar ile dolaylı bir şekilde yapılan sözleşmelerdir. Sabit getiri menkul kıymetlerin üzerinde işlem görmektedir. Sözleşme fiyatları işlem yapılan borçlanma senetlerin fiyatına bağlı olmaktadır. Borçlanma senetleri bonolar ve devlet tahvilleri örnek verilebilir. Bu tür sözleşmede vade sonu gelindiğinde bir diğer finansal araçlarla değişim işlemi yaparak kapatılmaktadır.²¹

- **Hisse Senedi Endeks Futures Sözleşmeleri**

Daha önceden belirlenmiş bir tarihte belirli bir hisse senedi endeksi üzerinde, yayınlanacak olan fiyatı baz alınarak standart şeklinde düzenlenmiş sözleşmelerdir. Alınacak pozisyon sayısı ve günlük fiyat hareketlerinin sınırlandırılmıştır. Sözleşmeye yükümlülükleri nakit par ile yerine getirilmesi gerekmektedir. Hisse senedi endeksi üzerinde yapılan

²⁰ Fulya ALPAN, **Örneklerle Futures Anlaşmalar ve Opsiyonlar**, Literatür, İstanbul, 1999. S.33

²¹ Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü; **“Faiz Oramna Dayalı Vadeli İşlemleri”**; Türev Piyasa Araştırmaları Serisi No: 2; İstanbul 1995; S. 37.

sözleşmeler vade sonu geldiğinde fiziki teslimatı olmadığına göre endeksleri belirli çarpanlar ile değere dönüştürerek hesaplanmaktadır.²²

Taraflar vade sonu gelmeden önce sözleşme yükümlülüklerinden kurtulmak isterse ters pozisyon açabilir. Vade sonunda fiziki teslimat olmayıp yerine nakit geçerlidir. Bu tür hisse senetleri portföy riskini azaltmak, spekülasyon veya arbitraj amacıyla işlem görmektedir.²³ Bu hissen senetleri fiyatlamasında taşıma maliyeti modelini kullanılabilir. Modelde endeksin spot değeri, taşıma geliri ve vade sonu geliri kullanılmaktadır.

Endekslerin kullanım amacı hedgh, arbitraj, spekülasyon, yeni finansal ürünler ve vergisel işlemleri yapılmaktadır. Son dönemde endeks futures işlemleri artış göstermektedir. Fon yönetimlerinin kurumsallaşması bu finansal araçlara ile daha da çok ilgi göstermiştir. S&P 500, KOSPI, Bovespa ve Ibex 35 plus gibi örnekleri bulunmaktadır.

- **Mal Futures Sözleşmeler**

1600'lü yıllarda Japonya borsasında işlem görmeye başlamıştır. 1880'li yıllarında Osaka borsasında işlem gören bu sözleşme CME'nin faaliyete geçmesi ile daha düzenli bir şekline girmiştir.²⁴

Diğer futures sözleşmeleri gibi belirli bir tarihte, belirli bir fiyattan işlem gören anlaşmalardır. Bu sözleşmeler mal üzerinde yapılmakta olup çoğunlukla tarımsal ürünler, enerji ve madeni ürünlerdir. Geleceğin mevsimsel değişiminin üretim ve tüketimi dengelemek, risk yönetimi ve spekülasyon amacıyla yapılmaktadır. Emtia futures sözleşmeleri tarımsal, metal ve enerji gibi sözleşmeleri örnek verilebilir.

Emtiya piyasasında gelecek fiyat oynaklığından kaynaklanan risklerden korunmak açısından önemli bir yere sahiptir. Bu piyasa merkezi spot piyasası olmaması emtia futures

²² Çolakoglu Sevdil D. YILDIRIM; “Establishment and Design of a Financial Futures-Options Market in Turkey”; Capital Markets Board of Turkey; Publication Nr. 89; Ankara 1997; s. 69

²³ G., SAYILGAN, N. KEYDER Ve Bozkurt, Ö.2002 “Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Takas Odası ve Teminatlar”, *İktisat İşletme ve Finans*, C:XVII, N: 201, Aralık,2002, 32-43. S. 34

²⁴ İhsan ERSAN, **Finansal Türevler**, Literatür Yayıncılık, 2. Basım, İstanbul, 1998. S.35

piyasaının gelişimini sağlamıştır. Özellikle çiftçilerin mevsim değişimlerden kaynaklanan belirsizlikler bu piyasa cazip bir piyasadır.

1.3.2.3. Opsiyon İşlemleri

Opsiyon kelimesi latince optio kelemesinden türevlenmiştir. Anlamı ‘hür irade’ veya ‘hür seçim’ olarak anlaşılmaktadır. Diğer vadeli işlemlerinden farklı olarak seçim hakkı olarak tanımlanmaktadır.

Gelecekte belirli bir tarihten belirli bir fiyattan mal veya finansal varlıklarda belirli birim karşılığında organize ve organize olmayan bir piyasada işlem görebilen sözleşmelerdir. Bu sözleşmeler satma veya satın alma hakkı özelliği taşımaktadır.²⁵ Opsiyonlar vadeli işlemlerinin en karmaşık ürünü olarak bilinmektedir. Opsiyonlar diğer vadeli işlemlerine farklı olarak belirli bir taahhüt altında girilmesi söz konusu olmayıp alım ve satma hakkı veren işlemlerdir.

Opsiyon sözleşmelerinde alıcı tarafına (Buyer, Holder), opsiyon satıcı tarafına ise (writer, seller) adlandırmaktadır. Sözleşmeye göre alıcıya hak oluşurken satıcıya yükümlülük vermektedir. Opsiyon alıcısı zararlı olduğunda sözleşmeyi kullanmayacağına göre bu işlemin maliyeti ödediği birim ile sınırlıdır. Ancak takasta opsiyon satan taraf belirli teminat zorunluğu yerine getirdikten sonra elde edebilecek kar miktarı opsiyon primine göre sınırlı olmaktadır. Zararlı olma durumunda ise alım opsiyon satışı ile sınırlı kalacaktır.²⁶ Bu opsiyonların yanında karmaşık opsiyonlarda bulunmaktadır. Bunlar

Opsiyon sözleşmelerin vade sonunda ve vade öncesi işlem açısından Amerikan ve Avrupa iki tip bulunmaktadır. Amerikan tipi olanlar vade öncesi işlem görebilirken Avrupa tipi olanlar ise vade sonunda yükümlülükleri yerinde getirmek zorundadır. Opsiyonlar hisse

²⁵ H.O TUNCER , *Ticaret Borsaları ve Vadeli İşlem Piyasaları (Forward-Future-Options)*, Ankara, 1994, S.53

²⁶ N. KARACA , T. HACIHASANOĞLU, Ş.D. DEMİRCİ, *TMS39 ve TFRS 9 Standartları Kapsamında Endeks Opsiyon Sözleşmelerinin Muhasebeleştirilmesi-BİST 30 Endeks Opsiyon Sözleşmeleri Örneği, İşletme Araştırmaları Dergisi*, 247-272. 2014, S. 250

senedi, döviz, endeks ve faize dayalı sözleşmeler bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki başlıklar altında işlem görebilmektedir. Opsiyonlar varlık türlerine göre aşağıdaki başlıklar altında açıklanacaktır.

- **Hisse Senedi Opsiyon Sözleşmesi**

Alıcısında belli bir büyüklükte olan hisse senedini pirim ödeyerek alım yada satım hakkı veren opsiyon işlemleridir. Opsiyon sözleşmesinde hisse senedi üzerinde ise primleri hisse senetlerinin beklentilerine göre değişmektedir. Bu tür opsiyonlar kaldıraç etkisi ile büyük kar veya zarar bırakabilir. Dolayısıyla alıcının beklentiler doğrultusunda ise büyük kar elde edebileceği gibi beklentilerin aksine ise zarar durumuna düşebilmektedir. Ayrıca opsiyon fiyatların değişimi genel faktörlerin dışında kar payı dağıtımı ve hisse senedi bölünmesinde etkilenmektedir.²⁷ Bu tür hisse senetleri opsiyon borsalarda işlem görmektedir.

Bir opsiyon fiyatı alıcı tarafından ödendiği pirim ile belirlenir. Opsiyon sözleşmeleri diğer sözleşmelere göre daha yüksek maliyetli olabilir. Çünkü opsiyon piyasasında spot piyasalardaki fiyatının altında bir fiyat sunarken opsiyon alıcısı kullandığı takdirde opsiyon satıcısı yükümlülüğü yerine getirmek zorunda kalacaktır. Dolayısıyla ödeyeceği prim daha maliyetli olabilir. Hisse senedinin fiyatını cari fiyatı, işlem maliyeti, vadesi, risksiz faiz oranının değişimi, vade sürecinde beklenen kar payı gibi faktörler ekleyebilir

- **Döviz Opsiyonu**

Belirli vade tarihinde veya öncesi, belli bir miktar para karşılığında belli bir fiyattan alma yada satma hakkı tanıyan iki taraflı anlaşmadır. Opsiyon alıcısı zararını ödediği pirim ile sınırlıdır ve kullanmadığı durumda pirim ödeneği opsiyon satıcısına sevk eder. Opsiyonlar standart şeklinde borsa da organize olmuş piyasada işlem görebileceği gibi organize olmayan piyasada işlem görebilmektedir. Euro ve dolar en popüler ve güçlü döviz opsiyon işlemleridir.

28

²⁷ AKSOY, TANRIÖVEN, a.g.e. S.580-581

²⁸ AKSOY, TANRIÖVEN, a.g.e. S.586

Bu tür sözleşmelerde özel yatırımcılar ve ihaleler için riskten korunma amacı ile kullanılmaktadır. Ayrıca alacak ve borçlar ile ilgili döviz oynaklığından oluşan riskleri ortadan kaldırmak amacıyla da yararlanmaktadır. Bu tür sözleşmelerin fiyat belirlenmesinde kur oynaklığı, vadesi, faiz oranı, kur beklentisi etkili olmaktadır.

- **Emtia Opsiyon Sözleşmesi**

İlk emtiya opsiyonu lale çığnlığı 17. Yüzyılında Hollanda'da başlamıştır. Bu dönemde Hollanda'da lale soğanların bin katı olmuştı. Üreticiler fiyat düşüşünde alıcıların da kar edeceği düşüncesiyle satış opsiyonları geliştirmişlerdir. Ancak fiyatlar düştüğünde satıcılar yükümlölüklerini yerine getirmediler. Buda bu sözleşmelerinin ifasına neden olmuştur.²⁹

Opsiyon sözleşmede önceden belirli vade, fiyat, miktar ve kaliteye göre yatırımcıya alım ve satım hakkı veren işlemlerdir. Bu sözleşmeler organize veya organize olmayan piyasada işlem görebilmektedir. Şeker, kahve, kakao gibi malları örnek verebilir. Özellikle İngiltere'de yıllardır kahve ve kakao opsiyon piyasasında işlem görebilmektedir.

- **Endeks Opsiyon Sözleşmesi**

Bu sözleşmede dayanak varlığın gerçekte bulanmamakta ve fiziki teslimatı olmadığına göre nakit yöntemi ile uzlaşılır. Endeks opsiyonu, sahibine S&P 500 endeksi gibi altta yatan bir endeksin değerini belirtilen kullanım fiyatından alma veya satma hakkını veren bir sözleşmedir. Gerçek hisse senedi alınmaz veya satılmaz. Endeks alım ve satım opsiyonları, çok az sermayeyi riske atarak altta yatan bir endeksin genel yönüyle ticaret yapmak için kullanılan popüler araçlardır.

Endeks alım opsiyonlarının kar potansiyeli sınırsız, risk ise opsiyon için ödenen primle sınırlıdır. Endeks satım opsiyonları için risk ödenen primle de sınırlıdır, potansiyel kâr ise endeks sıfırın altına inemeyeceği için ödenen prim düşölerek endeks düzeyinde sınırlandırılır. Endeks opsiyonları her zaman nakit olarak ödenir ve tipik olarak Avrupa tarzı

²⁹ G. YUMURTACI, **Opsiyon Sözleşmeleri**, TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem, 121, Eylül, 2012, S. 6

opsiyonlardır, yani sadece vade tarihinde kapanırlar ve erken kullanım için herhangi bir karşılıkları yoktur.

- **Faiz Opsiyon Sözleşmesi**

Faiz opsiyonları belirli vade ve belirli faiz oranı üzerinden sahibine borç alma veya borç verme hakkı tanımaktadır. Bu tür sözleşmeler faiz oranlı menkul kıymetler özellikle kamu borçlanma araçlarında kullanılmaktadır. İşlemleri futures piyasasında da işlem görebilmektedir. En çok devlet tahvili, hazine bonusu ve eurUSD futures sözleşmeleri işlem görebilmektedir. Bu araçlar belirli anaparanın tutarının yüzdesi olarak faiz oranı ile kote edilmektedir. Faiz oranı düştüğünde tahvil fiyatı yükselirken faiz oranı yükseldiğinde tahvil fiyatı düşer. Tahvil fiyatının yükselme nedeni ise yatırımcılar tarafından talep arttığı göstermektedir .³⁰

Diğer bir ifade ile faiz oranı opsiyonu, sahibinin faiz oranlarındaki değişikliklerden faydalanmasını sağlayan bir finansal türevidir. Yatırımcılar, faiz oranı opsiyonları ile faiz oranlarının yönü hakkında spekülasyon yapabilirler. Hisse senedi opsiyonuna benzer ve hem satım hem de alım olabilir.

Bu sözleşmede faiz oranı opsiyonları, opsiyonun kullanılan fiyatı ile geçerli spot getiri tarafından belirlenen kullanım takas değeri arasındaki fark olan nakit olarak belirlenir ve uzlaşılır. Faiz oranı opsiyonlarının Avrupa tarzı kullanım hükümleri vardır, yani hamil opsiyonlarını yalnızca vade bitiminde kullanabilir. Amerikan tarzı ise vade öncesi de işlem görebilmektedir.

- **Vadeli İşlem Sözleşmelerindeki Farklılıklar ve Benzerlikler**

Futures ve Forward işlemlerin arasındaki kullanım amacı farklıdır. Forward işlemi riskten korunmak amacı ile yapılmakta, ancak futures işlemi riskten korunması yanında spekülasyon amacı da barındırmaktadır. Forward işlemlerde fiyat belirlemede görüşmeler

³⁰ N. CHAMBERS, **Türev Piyasalar**, İstanbul, Beta Basım. 2009, S.87

sonucunda ele alırken futures’de fiyatlar piyasa yapıcılar tarafından belirlenmektedir. Bu fiyatlar forward sözleşmelerde açık olarak yayınlanmaz ancak futures’te yayınlanmaktadır. forward sözleşmelerde fiyat değişiklik gösterebilirken futures ‘te fiyatlar aynı kalmaktadır. forward işlemlerde takas odası bulunmamakta, pozisyon kapatma sınırlı ve günlük fiyat limiti yokken futures işlemlerinde takas odası bulunmakta, pozisyon kolaylıkla kapatabilmekte ve fiyat limiti vardır. Diğer farklılıklar ve benzerlikleri opsiyonları eklediğimize değerlendirebiliriz.

Tablo 1.1. Forward, Future ve Opsiyon Farklılıkları ve Benzerlikleri

Temel Özellikler	Forward	Futures	Opsiyon
Riskten Korunma	Evet	Evet	Evet
Standart Anlaşmalar	Hayır	Evet	Evet
İşlem Gördüğü Piyasa	OTC	Borsa	Borsa ve OTC
Teslimat	Var	Genelde Yok	Hak Kullanırsa Var
Teminat	Genelde Yok	Var	Satıcı İçin Var
Vade sonuna kadar nakit ödemesi	Yok	Var	Satıcı İçin Var
Kredi Riski	Var	Yok	Yok
Kaldıraç	Önemi Yok	Var	Var
Hak ve Yükümlüğü Birlikteliği	Var	Var	Yok

Kaynak: TSPAKB, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, “Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Araçları İleri Düzey Lisansı Eğitimi ” <http://nek.istanbul.edu.tr:4444/ekos/TEZ/43793.pdf>, Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları (2012). S.50

Tablo 1 göre forward, futures ve opsiyonlar riskten korunma amacı ile kullanılmaktadır. Futures ve opsiyon işlemleri standart sözleşmeleri içerirken forward işlemleri standart olmayan işlemlerdir. Forward işlemleri tezgahüstü piyasada işlem görebilirken futures borsa’da işlem görmektedir. Ancak opsiyon piyasası hem borsa da hem de tezgah üstü piyasada işlem görmektedir. Teslimat açısından ise forward işlemlerinde teslimat gerçekleşirken futures işlemlerinde gelende yoktur. Ancak opsiyon işlemlerinde hak kullandığında teslimat işlemi yerine getirmek zorunluğu vardır. Teminat bakımından forward

işlemlerinde yokken, futures işlemlerinde işlem yapabilmek için belirli bir miktarda teminat gerekmektedir. Opsiyon işlemlerinde opsiyon satıcısı için belirli bir miktarda teminat gerekmektedir. Vade sonunda nakit ödemesi forward işlemlerinde yokken, futures işlemlerinde ve opsiyon satıcısı için vardır. Kredi risk bakımında forward işlemlerinde varken diğer sözleşmelerde yoktur. Kaldıraç kullanımı bakımından forward işlemlerde yokken futures ve opsiyon işlemlerinde vardır. Hak ve yükümlülük birlikteliği ile ilgili forward ve futures işlemlerinde varken opsiyon sözleşmelerinde yoktur.

1.3.2.4. Swap İşlemleri ve Türleri

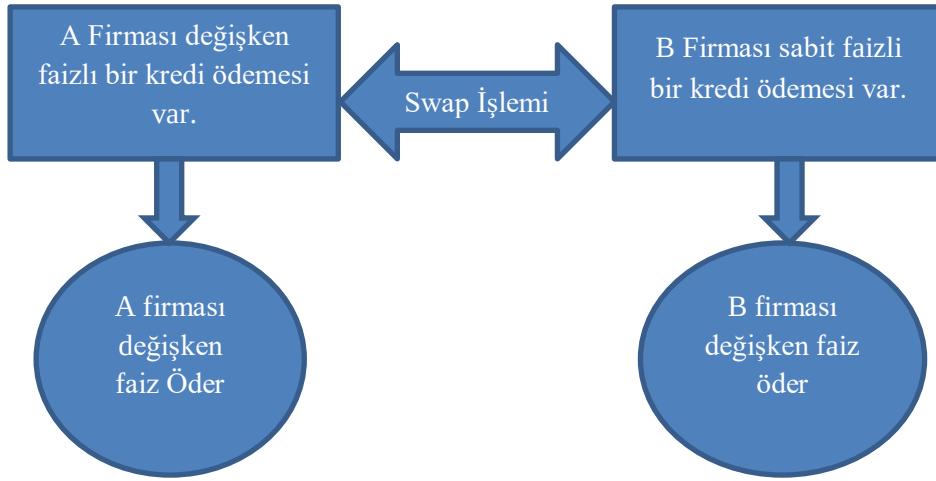
Döviz, altın, finansal varlık, alacak hakkı taşıyan menkul kıymetler ve emtia gibi varlıkların önceden belirlenmiş bir tarihte, belirli nitelikte olan varlıkta ve belirli bir fiyattan vade sonunda değiş tokuş kapsamına giren vadeli işlem olarak nitelendirilmektedir.³¹ Yaygın bir şekilde kullanılan swap çeşitleri aşağıdaki başlıklar altında incelenecektir.

- **Faiz Swapı**

Faiz oranı swapı, iki taraf arasında faiz ödeme akışlarını değiştirmek için yapılan bir sözleşmedir. Tipik olarak, bir ödeme akışı sabit bir faiz oranına, diğer akış ise değişken bir faiz oranına dayanır. Yalnızca net nakit akışları ödenir; faiz ödemelerinin hesaplandığı anapara tutarı değiştirilmez. Euro ve ABD doları cinsinden faiz oranı tezgah üstü piyasaları dünyanın en büyük finansal piyasaları olarak bilinmektedir.³² En yaygın olanı sabit ve değişken oranı ile yükümlülüklerine değiştirmektir. Bu tür işlemlerdeki amaç, faiz maliyetini düşürmek olabilir. Aşağıdaki şekilde Faiz swap işlemini yer almaktadır.

³¹R. ÖRTEN ve İ. ÖRTEN, *Türev Finansal Araçlar Ve Muhasebe Uygulamaları*. Ankara: Gazi Kitabevi, 2001 S.39

³² J. BICKSLER, & A. H. CHEN *An economic analysis of interest rate swaps*. *The Journal of Finance*, 41(3), 645-655. 1986, S. 47



Şekil 1.1. Faiz Swap İşlemi

Yukardaki şekil 2’de görüldüğü gibi swap sözleşmeleri ana para üzerinden faiz ödeme yapısı değişim imkanı vermektedir. Buna göre A firması faiz oranların düşüş beklenirken B firması faiz oranlarından yükseliş beklenmektedir.

- **Döviz Swapı**

Döviz swap türünde bir para birimi diğer bir para birimi ile spot piyasasında değiştirilerek gelecek bir vade de aynı para birimleri değiştirmektir. Diğer bir ifade ile spot piyasasında satın alınan bir para birimi forward piyasasında geri alınmaktadır.³³

Örneğin; bir ticari bankada 30 Nisan itibariyle aşağıdaki işlemleri gerçekleştirecektir.

1. 1 Milyon Euro tutarında 3 ay vadeli para girişi olacak
2. 1.090.000 dolar tutarında 3 ay vadeli kredi açılacak

Döviz piyasasında 30 Nisan tarihinde 3 ay vade ile 30 Temmuz geri almak üzere 1 milyon euro girişi olurken 1090000 milyon dolar çıkışı söz konusudur. 30 Temmuz de ise bu işlemin tam tersini yapılmaktadır. Dolar girişi ve Euro çıkışı olacaktır.

³³ F. Y., KARTALLI, **Döviz Swapları**. Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, (34). 2012, S. 68

- **Para Swapı**

Yukardaki döviz swapı tanımı gibi bu para birimlerinin değişimi para piyasasında gerçekleşmesidir. Bir ticari banka belirli bir tarihte bir para birimi cinsinden para girişi olacak ve aynı tarihte bir başka para birimi cinsinden kredi açacak ise para piyasasında işlem görmektedir. Para swap işlemi tarafların bugünden belirledikleri kur oranı üzerinden gelecek bir tarihte takasa tabi tutulması ve yükümlülüklerini yerine getirilen işlemdir. Kur oynaklığından dolayı kar yüksek olabileceken zarar da muhtemeldir. Dolayısıyla para swap işlemi ile bu kur hareketini sabitlenmiş olacaktır.³⁴

- **Aktif Swap**

Bir varlığın faiz yapısını diğer bir varlığın faiz yapısı ile swap işlem yaparak değiştirebilmektedir. Kullanım amacı ise gerek faiz riskinden korunmak amacı ile gerek faiz oynaklığından kazanç elde edilmeye çalışmaktır. Faiz oranın yükseliş veya düşüş beklentisi ile şirketin aktif ve pasif üzerine yüklenmiş faiz oranından kazanç yada oluşabilecek riskten korunmak istenmektedir.³⁵ Diğer bir ifade ile bir varlık ile swap işlemin bileşimi ile oluşturulur. Yani bir sabit faize dayanan bir para birimi üzerinden diğer bir para birimi üzerinden yapılan değişken faizi swap işlemidir. Bu tür swapta krediden oluşan riskleri transfer imkanı doğacaktır.³⁶

- **Mal Swapı**

Emtia swapı ilke defa 1986 işleme başlamıştır. Sözleşmede iki tarafın belirli mal veya emtia üzerinde sabit veya değişken belirli zamanda değişimi işlemi yapmaktadır. Uluslararası arenada Körfez krizi sonrası yani 1991 yılında önem kazanmaya başlanmıştır. Bu işlemler altın, bakır, alüminyum ve nikel gibi ürünlerde daha çok popüler hale gelmiştir. Bankalarda bu işlemleri risk yönetmek amacıyla yapılmaktadır. Mal swapında mal fiyatına bağlı olarak nakit ödemelerin değişimi ile gerçekleşmektedir.

³⁴ A. KORKMAZ, *Swap Sözleşmelerden Elde Edilen Gelirin Vergilendirilmesi*. *Vergi Raporu*, 244, 74-91. 2020, S. 77

³⁵ AKSOY, TANRIÖVEN, *a.g.e.* S.555

³⁶ KORKMAZ, *a.g.e.*, s.77

- **Vadeli İşlem Piyasasının Sağladığı Avantajlar**

Spot piyasasından kaynaklı fiyat oynaklığı, vadeli işlemler sözleşmesi ile bugün alım satım işlemi yaparak fiyat oynaklığı tespit etmektedir. Vadeli işlem piyasasındaki fiyat seyri fon yönetici şirketlere, bankalara ve yatırımcılara fikir verebilmektedir. Böylece risk yönetim için fayda sağlanabilir. Vadeli işlemlerde spot piyasasına göre daha düşük maliyetle işlem görebilmektedir.

1.3. Teorik Çerçevesi

Ekonomi bir çok alt piyasalardan oluşmaktadır. Ekonomiyi daha büyük işlemler bazında kategorize ettiğimizde reel sektör ve finans sektörü iki sektör olarak bölebilir. Reel sektörü çalışma konumuzun dışında olduğu için finans sektörü ile ekonomi arasındaki ilişkileri teorik bakımından incelenecektir. Finans sektörü zaman yapısı altında iki şekilde piyasada işlem görüyor. Birincisi anında alım satılan işlem gören spot piyasasıdır. Diğeri ise gelecek vadesi ile bugünden alım satım işlem gören vadeli işlem piyasasıdır. Bu çalışmada finansal sistemindeki vadeli işlem piyasalarının ekonomiye etkisini değerlendirilecektir.

Finansal sistem ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiler konusunda önemli teorik çerçevesi bulunmaktadır. 1970 yılları sonrası finansal serbestleşme sürecinde ülkeler dışa açılmaya başlamışlardır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde sermaye kalkınma yetersizliği nedeniyle daha istekli oldukları görünmüştür. Ülkelerin ithalat ve ihracat yoğunlaşmaları ile birlikte döviz kurlarının oynaklığı artarak risk yönetimi daha da önemli ortaya çıkmıştır. Bu durum ekonomide gerek reel kısmı gerek finans kısmı kur riskine maruz kalmıştır. Vadeli işlem piyasası risklerden korunmak açısından gelişmeye başlamış bir çok ürünleri hem reel kısım hem de finans sektörlerinde barındırmıştır.

Finans sisteminin farklı boyutları bakımından ekonomiyi etkileşim içerisinde. Bir finans sisteminde; finansal kurumlar, finansal araçlar ve işlem yapan tarafların bulunduğu bir piyasadır. Buna göre finansal sisteminin gelişimi değerlendirildiğinde piyasadaki bulunan unsurların daha etkili çalışması ve gelişimi önem kazanmaktadır. Bir ekonomide finansal aracılığın o ekonominin reel büyüme hızının önemli bir belirleyicisi olduğunu vurgulayan çok sayıda teorik çalışmalar bulunmaktadır

Tarihsel olarak, ekonomistler bankalara odaklanmışlardır. Walter Bagehot ve Joseph A. Schumpeter bankacılık sisteminin kritik önemini vurgulamaktadır. ekonomik büyümeyi vurgular ve bankaların üretken yatırımları belirleyerek ve finanse ederek yenilikçiliği ve gelecekteki büyümeyi aktif olarak teşvik edebileceği durumları ortaya koyabilmektedir. Finans kurumlarının aracılığı ve büyümeye ilişkin bir diğer çalışmalar Goldsmith, Hicks, McKinnon, Greenwood ve Jovanovic, Bencivenga ve Smith ve Bencivenga ve diğerleri bulunmaktadır. Finansal sistemin genişlemesinin ve derinleşmesinin daha hızlı ekonomik büyümeye ve daha yüksek yatırıma neden olabilir. ³⁷

Goldsmith, Jung, Antje ve Jovanovic ve King ve Levine, çeşitli mali piyasa faaliyeti ölçümleri ile ekonomik gelişimi arasında pozitif bir korelasyon olduğunu sonucu elde etmişlerdir. Demetriades ve Hussein, çalışmalarında ülkeler finansal gelişme ve büyüme arasındaki nedensellik tipik olarak pozitif olduğu meydana çıkmış ve nedensellik ülkeden ülkeye önemli ölçüde farklılık gösterme eğilimindedir. Diğer bir ifade ile finansal piyasalarının gelişimi gerçekleşirse ekonomi de gelişim görünecektir. Demetriades ve Hussein, ekonomik gelişimi ile daha fazla fon talebi oluşabilir ve daha fazla borç verilebilir. Bu durum finansal gelişimi ile ekonomi gelişim arasında olası nedensel ilişkinin etkisi iki yönlü olduğuna işaret etmektedir.³⁸ Levine ve Demetriades ve Andrianova finansal gelişmenin büyüme üzerindeki etkisini inceleyen ekonomi literatürü, finansal gelişmenin uzun

³⁷ Walter BAGEHOT, Lombard Street. Homewood, IL: Irwin, 1873, Joseph A SCHUMPETER, **Theorie der wirtschaftlichen entwicklung**, Leipzig, Germany: Dunker & Humblot, 1912, R. W. GOLDSMITH, **Financial structure and development**. New Haven, CT: Yale University Press.1969. Hicks, J., **A Theory of Economic History**, Oxford: Clarendon Press, 1969, Ronald I. MCKINNON, **Money and capital in economic development** (Brookings Institute, Washington, DC).1973. J. GREENWOOD, and B. JOVANOVIĆ, “**Financial Development, Growth, and the Distribution of Income**,” *Journal of Political Economy* 98, 1990, 1076–107., V. R., BENCIVENGA & B. D. SMITH, “**Financial intermediation and endogenous growth**”, *The review of economic studies*, 1991, 58(2), 195–209. V., B. BENCIVENGA Smith and R. STARR, “Transaction Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth,” *Journal of Economic Theory*, 1995, 67 153–77. T., R. BECK, Levine, and N. Loyaza, “**Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes**,” *Journal of Monetary Economics*, 2000a, 46, 31–77. P., G AGHION, -M. ANGELATOS, A. BANERJEE, and K. MANOVA, “**Volatility and Growth: Credit Constraints and Productivity-enhancing Investment**,” NBER working paper 11349, 2005. R. LEVINE, “**Finance and Growth: Theory, Evidence, and Mechanisms**,” in P. AGHION and S. DURLAUF (eds), *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam: North-Holland Elsevier Publishers, 2006. R. RAJAN, and L. ZINGALES, “**Financial Development and Growth**,” *American Economic Review*, 1998, 88, 559–86.- A. DEMİRGÜÇ-KUNT and V. MAKSIĆMOVIĆ, “Law, Finance, and Firm Growth,” *Journal of Finance*, 1998, 53, 2107–37.

³⁸ P. DEMETRIADES, and S. ANDRIANOVA, “**Finance and growth: what we know and what we need to know**, in C. Goodhart (ed.) **Financial Development and Economic Growth: Explaining the Links**”, Palgrave Macmillan, 2004, 38–65

vadeli ekonomik büyüme üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğuna dair çok sayıda kanıt sağlamıştır.³⁹

Buna karşılık Robert E. Lucas, Jr., ekonomistlerin finansal sistemin rolünü. çok önemli olduğunu belirtir ve Joan Robinson, bankaların ekonomik büyümeye pasif bir şekilde yanıt verdiğini savunur. Finansal araçlar bakımından ise büyümeye katkı sağlanıp sağlanmadığını inceleyen Greenwood ve Jovanovic, Bencivenga ve Smith ve Obstfeld tarafından yapılan çalışmalar bulunmaktadır. İnceleme sonuçlarında her biri, finansal araçlar, yatırımın daha büyük bir bölümünün yüksek getirisi faaliyetlere yönlendirilmesine izin vererek büyümeyi teşvik ettiği özelliğine sahiptir.⁴⁰

Türev ürünlerinin gelişimi birkaç bakımından finans ve ekonomiye etkileyebilir. Birincisi, türev piyasalarının gelişimi, sermaye birikimini kolaylaştırarak ve artırarak finansal piyasayı ve ekonomik büyümeyi olumlu etkileyebilir. Bir diğer önemli ekonomik katkıları, piyasalar riskten korunma ve fiyat keşfidir. Fiyat keşfi, vadeli işlemlerin bilgiye dayalı bir katkısıdır. Pazarlar, riskten korunma ise vadeli işlem sözleşmeleri için bir işlem rolü anlamına gelir. Her iki durumda da asıl katkı, bir malın gelecekteki teslimatı için fiyatların belirlenmesinde ve bu tür fiyatlarla işlem yapmak için bir forum sağlanmasında yatmaktadır. Bu, üretim ve tüketim kararlarını planlamak için fiyatlara ihtiyaç duyan nakit emtia ile uğraşanlar için bariz bir katkıdır. Ayrıca, gelecekteki fiyat dalgalanmaları riskinden kaçınmak isteyen tacirler ve tüketiciler, bugün bir vadeli işlem sözleşmesi alıp satarak bu riski ortadan

³⁹ R. LEVINE, "More on finance and growth: more finance, more growth?", Federal Reserve Bank of St Louis Review, 2003, 85, 31–46. Demetriades, P. and Andrianova, S. "Finance and growth: what we know and what we need to know" in C. Goodhart (ed.) Financial Development and Economic Growth: Explaining the Links, Palgrave Macmillan, 2004, 38–65.

⁴⁰ Robert E., LUCAS, Jr. "On the Mechanics of Economic Development." *Journal of Monetary Economics*, July 1988, 22 (1), pp. 3- 42, . Joan ROBINSON, "The Generalization of the General Theory." *The rate of interest and other essays*. London: Macmillan, 1952, pp. 67-146. J. GREENWOOD, and B. JOVANOVIĆ, *A.g.m.*, 1990, 1076–107. V., B. BENCIVENGA, SMITH and R. STARR, *A.g.m.*, 1995, 153–77. Maurice OBSTFELD, "Risk-taking, global diversification, and growth", *American Economic Review*, 1994, 84, 1310-1329.

kaldırabilirler.⁴¹ Bu faydalarının yanında vadeli işlemlerinin gelişimi ve derinleşmesi piyasada likiditebilitesini yükseltebilir. Cameron, McKinnon ve Shaw tarafından öne sürüldüğü gibi, likidite sağlanması ekonomik büyümeyi teşvik edici bir yapısı olduğunu belirtmiştir. Fiyatlar tahmin edebilirliği yanında fiyatların daha dengeleştirmesine ve daha adil fiyatlar ortaya çıkmasına sebep olabilmektedir. Vadeli işlem piyasasının gelişimi ile gerek coğrafi geniş yelpazede gerek işlem açısından yüksek seviyelere ulaşmaktadır. Kamu tarafından risk yönetimi amacı ile kullanılmaktadır. Gelişmemiş ve gelişmekte olan ülkelerde bu piyasalar daha derin olmadığını ve şirketler tarafından daha rağbet göstermediği görülmektedir. Bunun nedeni bu piyasalarının derin olmaması, katılım sayısı ve işlem hacimlerinin daha düşük olması, finansal okur yazarlıklarının daha az olması gibi nedenleri sıralayabiliriz.⁴²

Krebs, riskin ortadan kaldırılmasının, fiziksel sermayenin beşeri sermayeye oranında bir düşüşe ve yatırım getirileri ve refah derecesinde bir artışa yol açtığını ortaya koymaktadır. Özetle, gelişmiş mali araçlara sahip olmak, hem beşeri hem de mali kaynakların daha verimli faaliyetlere daha iyi dağıtılmasını teşvik eder ve böylece ekonomik büyümeyi artırır.⁴³ Lien ve Zhang yükselen ve gelişmekte olan ülkelerde sermaye girişlerini artırarak sorunsuz korunma ve risk yönetiminde kilit bir rol oynar, ancak daha öngörülemeyen kriz dinamikleri getirerek finansal sistemler üzerinde olumsuz bir etkiye sahiptir. türev piyasasının bir risk azaltma ve yeniden dağıtım kanalı, bir fiyat aracı olarak işlev gördüğü yaygın olarak kabul edilmektedir keşif ve fiyat dengeleyici.⁴⁴

1.5. Makro Ekonomik Değişkenlerin Çeşitleri ve Tanımı

Konu ile ilgili makro ekonomik değişkenlerinin göstergelerinin türlerini ve tanımı değerlendirilecektir. Aşağıdaki başlıklar altında incelenecektir.

⁴¹ W. L. SİLBER **The economic role of financial futures**. Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutes, Graduate School of Business Administration. 1985, S. 86-87

⁴² Rondo CAMERON, 1967, **Banking in the early stages of industrialization** (Oxford University Press, New York, NY), McKinnon, Ronald I., **A.g.m.**, 1973, Shaw, Edward S., **Financial deepening in economic development** (Oxford University Press, New York, NY), 1973.

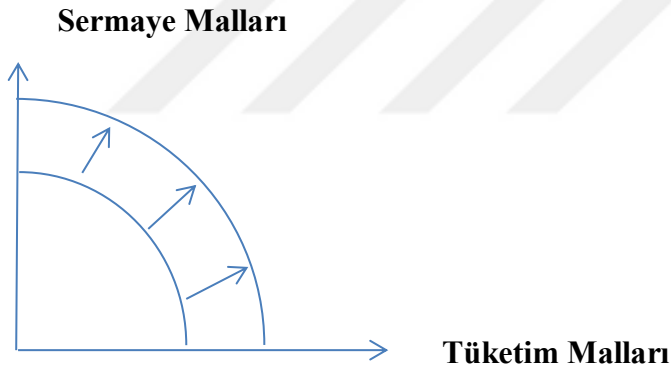
⁴³ Tom KREBS, “**Growth and welfare effects of business cycles in economies with idiosyncratic human capital risk.**” *Review of Economic Dynamics* 6: 2003, 846–68

⁴⁴ Donald LIEN, Mei ZHANG. “**A survey of emerging derivatives markets**”. *Emerging Markets Finance and Trade* 44, 2008, 39–69

- **Ekonomik Büyüme**

Bir ekonomide temelde dönemler itibariyle üretim hacminde artış gerçekleştiğinde ekonomik büyüme olarak tanımlanmaktadır. Üretim hacmindeki değişimlerinin artış göstergelerinin önemli değişkeni ekonomik büyüme olarak nitelendirmektedir.⁴⁵ Diğer bir ifade ile bir ekonomideki kapasitede üretilen mal ve hizmetlerinin artışı tanı yapabiliriz. Teknik bakımından ise üretim imkanlarından maksimum kullanımı ve üretim eğrisinin dışa kayması şeklidir. Üretim faktörleri emek ve sermaye verimli bir şekilde kullanımı ekonomik büyümesine sebep olacaktır. Ekonomik büyümenin ülkedeki toplam nüfus bölünmesi ile kişi başına gayrı safi yurt içi hasılasını sayısal bir göstergedir.⁴⁶

Ülkedeki üretim faktörlerinin tüm mal ve hizmetlerinin üretiminde kullanılması aşağıdaki eğrisinin sağa kayması şeklinde gösterilebilir.



Şekil 1.2. Ekonomik Büyüme

Gayrı safi yurt içi hasılası iki şekilde ölçülebilir. Bunlar ; belirli dönemde üretilen mal ve hizmetlerinin miktarı aynı dönemdeki cari fiyatları ile değerlendirilmesi nominal gayrı safi yurt içi hasılası olarak tanımlanmaktadır. Diğeri ise belirli dönemde üretilen mal ve hizmetlerinin belirli bir dönemi sabit şeklinde baz alınarak reel gayrı safi yurt içi hasılası meydana gelmektedir.⁴⁷ Ekonomik büyüme gelişmiş ülkelerde reel büyüme önem verirken gelişmekte olan ülkeler daha çok ekonomik kalkınma kavramı benimsemişlerdir. Gelişmekte

⁴⁵ Türkan TURAN, **İktisadi Büyüme Teorisine Giriş**, İstanbul, Yalın yayıncılık. 2008, S.11

⁴⁶ Z. DİNLER, **İktisada Giriş**, Bursa: Ekin Kitapevi, 2000 s.174

⁴⁷ Z. DİNLER **A.g.e.**, 2000, s.175

olan ülkelerde gelir dengesizliklerinin azalması, işsizlik oranı düşüşü ve ekonomi ve sosyal kurumlarının gelişimi gibi konuları kapsamaktadır.⁴⁸

- **Cari Hesap**

Cari hesabı tanımı yapılmadan önce ödemeler dengesi tanımı yapılması daha doğru ve yerinde olacaktır. TMCB tarafından yapılan tanıma göre bir ekonomide yerleşik kişilerinin diğer bir ekonomideki yerleşik kişilerinin (yurt dışında yerleşikler) ekonomik işlemlerinin sistematik kayıt yapılması üzere hazırlanan rapordur. Bu raporda 4 hesap işlem görmektedir. Cari işlemler, finans, sermaye ve net hata noksan hesaplarıdır.

Bir diğer önemli makro ekonomik değişkenlerin birisi ve akademisyenler tarafından makro ekonomik göstergesi olarak araştırmalarında sık kullanması, ödemeler dengesindeki cari hesaptır. Aslında bu hesabın önemi bir ekonominin performansını göstermekte olup ülkedeki önemli karar alma süreçlerini etkilenmektedir.⁴⁹ Genel bir tanımı ile ülkenin ithalat ve ihracat yaptığı mal ve hizmetleri bu hesapta yer vermektedir.⁵⁰

Cari hesap dış ticaret, hizmet, yatırım ve transfer hesapları yer almaktadır. Mal ithalatı ve ihracatı dış ticaret hesabında yer almaktadır. Hizmetler dengesinde turizm, taşımacılık, inşaat ve diğer hizmetler kapsamaktadır. Yatırım hesabı ise portföy ve doğrudan yatırımları ve yatırımının gelir ve giderleri içermektedir. Cari transfer hesabında transfer işlemleri ve işgücü gelirleri kapsamaktadır. Cari işlemler dengesi tasarruf ile yatırım harcamaları arasındaki farkı göstermektedir. Diğer bir ifade ile gelir ile haracımalar arasındaki açığı veya fazlasını gösteren bir hesap türüdür.⁵¹ Bir diğer bakışa göre bir ekonomideki yerleşiklerinin diğer bir ekonomideki yerleşiklerinin mal, hizmet ve mülkiyetlerini yapılan işlemlerinin parasal hareketlerini ifade etmektedir.⁵² Cari hesap işlemlerinin önemli kısmı ihracat ile ithalat arasındaki farkı gösteren dış ticarettir. İhracatı bir alacak ile ithalatı bir borç farkları cari hesabın açık ve fazla durumunu göstermektedir.

⁴⁸ Halil SEYİDOĞLU, **İktisat Biliminin Temelleri**, İstanbul, Güzem Can Yayınları No:21. 2006

Türkan TURAN, **İktisadi Büyüme Teorisine Giriş**, İstanbul, Yalın yayıncılık. 2008, S.829

⁴⁹ İsmail Aydoğuş ve Harun Öztürkler, **Türkiye’de Cari İşlemler Açığı Sorununun Analizi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2006,S.17

⁵⁰ H. SEYİDOĞLU **Uluslararası İktisat**. 17. Baskı. İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2009, S.822

⁵¹ S. TOGAN, ve H. BERUMENT, “Cari İşlemler Dengesi, Sermaye Hareketleri ve Krediler” *Bankacılar Dergisi*, 78(1), 3-21, 2011, s.4

⁵² M. EĞİLMEZİ ve E. KUMCU, **Ekonomi Politikası Teori ve Uygulama**. İstanbul: Remzi Kitabevi. 2004, S.241

- **Enflasyon**

Enflasyon, belirli bir zaman döneminde fiyatlardaki genel artışı ifade edilmektedir. Diğer bir ifade ile ülkede mal ve hizmetlerinin fiyatlarını belirli bir dönem üzerinde hesaplanan artışı veya azalışı gösteren bir önemli makro ekonomik göstergedir. Bir ekonomide üretilen mal ve hizmetlerinin yükseldiği ve satın alma gücü azaldığını makro ekonomik göstergesidir.⁵³ Diğer bir tanıma göre toplam talebin toplam arzı aştığında fiyatlar genel seviyede sürekli artış göstergesidir.⁵⁴

Enflasyon büyüklüğüne göre 3 türe ayrılmaktadır. Mal ve hizmetlerinin fiyat artışlarının hızı (%10'dan daha düşük) ise ılımlı (sürünen veya sinsi) enflasyon olarak tanımlanmaktadır. Bu oranlar ülkeye göre değişebilir. Dörtüncü enflasyon yıllık bazda belirli bir oranı olmayıp çift haneli enflasyonu olarak nitelendirilebilirken, hiperenflasyon aylık bazda %50 aşan fiyat artışları olarak tanımlanmaktadır.⁵⁵

Bir ekonomide toplam arz olumsuz nedeniyle daraldığında meydana gelen enflasyon türleri bulunmaktadır. Bunlar maliyet enflasyon, fiyat enflasyon ve yapısal enflasyonlardır.

- ✓ **Maliyet Enflasyon**

Üretimde kullanılan üretim faktörlerinin fiyat artışı ve toplam talep sabit kalmasına rağmen ortaya çıkan enflasyon türüdür. Hammaddeler, ücretler, enerji, finansman giderleri gibi maliyetler üretim maliyetini artırabilir.

- ✓ **Fiyat Enflasyon**

Bir ekonomide farklı ekonomik birimler gelir çekişimleri nedeniyle mal ve hizmetlerde sürekli fiyat artışı ortaya çıkmasından kaynaklanan enflasyon türüdür. Bir sınıf ekonomide ücretlerdeki artışları ile üretilen mal ve hizmetlere yansıtması ile diğer ekonomi birimleri tetiklemekte olup üretim maliyetlerinin yükseltmeye sürüklemektedir.

⁵³ Nurettin ÖZTÜRK ve Kadir KARAGÖZ, “**Relationship Between Inflation and Financial Development: Evidence from Turkey**,” *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 2012, Cilt 4, Sayı 2, s. 82-102. S.82

⁵⁴ Esenay AYDOĞAN, “**Yönetim ve Ekonomi**,” *Celal Bayar Üniversitesi Dergisi*, 2004, Cilt 11, Sayı 1, s. 92-111. S.97

⁵⁵ Utku ALTUNÖZ, **Türkiye’de Enflasyon, Büyüme ve Finansal Derinleşme İlişkisinin Ampirik Analizi**. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2013, cilt:3 sayı:2, 175-194, , 179

✓ **Yapısal Enflasyon**

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde özgü bir şekilde ve kurtulmayacak halı ile meydana gelmektedir. Bu tür enflasyon türünde üretimde kullanılan üretim faktörleri bir başka kullanıma hızlı bir şekilde değişmediği durumlarda ortaya çıkmaktadır.

• **Faiz**

Faiz oranlarının oynaklığı menkul kıymetlerinin değerlendirmesini etkilemektedir. Böylece finansal kurumların ve yatırımcıların davranışlarına yön vermektedir. ⁵⁶Faiz iki şekilde tanımlanabilir. Üretimde kullanılan yatırımın getirisine ya da borç karşılığında alınan getiresine faiz olarak nitelendirilmektedir. ⁵⁷ Diğer bir ifade ile faiz parasal zaman değeri olarak nitelendirilir. Yani borç verenin belirli bir süre bekleyiş sonrası ana paraya ek olarak getiri eklenmesidir. Faiz oran ekonomik istikrarını belirleyen bir göstergedir. Şirketler ve bireyleri yatırım ve borçlanma kararlarını etkileyen önemli bir değişkendir. ⁵⁸

Faiz türlerini aşağıdaki başlıklar altında sıralayabiliriz;

✓ **Basit Faiz ve Bileşik Faiz**

Bir yatırımın belirli bir dönemde ana para karşılığında meydana gelen getiridir. Basit faiz elde edilen getiriyi tekraren yatırıma tabi tutulması durumunda kazanılan faize bileşik faiz denilmektedir.

✓ **Brüt ve Faiz Net Faizi**

Bir yatırımın belirli bir dönemde ana para karşılığında elde edilen getirisi stopaj, işlem masrafları, damga vergisi ve komisyon masrafları gibi masrafları kapsamaktadır. Buna brüt faiz adlandırılmaktadır. Bu masrafları kesildiğinde net faizi meydana gelmektedir.

⁵⁶ Mehmet Baha KARAN, *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi* , 1. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi. 2001, S.109

⁵⁷ Mahfi , EĞİLMEZ, Faiz Deyince, <http://www.mahfiogilmez.com/2018/06/faiz-devince.html>, Erişim Tarihi:13.05.2023

⁵⁸ M. GÜNAL, *Para Banka ve Finansal Sistem* , Ankara: Berikan Yayınevi, 2012. S. 37.

✓ **Sabit ve Değişken faiz**

Bir yatırımın belirli sürede belirlenmiş faiz oranı değişmemesi şekline sabit faiz denilir. Eğer bu yatırımda faizler değişiyorsa değişken faizi olarak adlandırılmaktadır.

✓ **Yasal ve Serbest Faiz**

Yasal merciler tarafından belirlenen faize yasal faiz olarak adlandırılırken piyasa şartlarına göre belirlenen faizlere serbest faiz olarak tanınmaktadır.

✓ **Temerrüt Faiz**

Borçlar belirlenen sürede ödemediği durumda temerrüde düştüğünde temerrüt faiz oranı nitelendirilmektedir.

✓ **Nominal ve Reel Faiz**

Finansal araçlarının üzerinde belirli bir faiz üzerinde anlaşılan faize nominal faiz olarak adlandırılmaktadır. Nominal faiz'den beklenen enflasyon oranı çıkartığımızda reel faiz olarak nitelendirilmektedir.

Faiz açıklayan temel teoriler olarak klasik faiz teorileri, ödünç verilebilir fon yaklaşımı ve likidite tercih yaklaşımı olarak üçe ayrılmaktadır.

• **Para Arzı**

Piyasadaki toplam banknotların, madeni para ve bankalardaki mevduatlar ile meydana gelen para arzı olarak ifade edilebilir. Bir başka tanımına göre ekonomide aml ve hizmetleri kullanabilen para miktarı ifade edilmektedir.⁵⁹ Uygulamada ülkeler bazında para arzı tanımları farklı olabilir. Çoğunlukla para miktarı üzerinde tanımlar yapılmıştır. TCMB tarafından yapılan tanıma göre 3 tür para arzı açıklamıştır.

⁵⁹ M. AKDİŞ, **Para Teorisi ve Politikası**. Ankara: Gazi Kitabevi. 2011, S.147

M1: Dolaşımdaki para ile Türk lirası ve yabancı para birimi cinsinden oluşan vadesiz hesapların toplamıdır. Toplam ihraç edilen banknotlar ve madeni paraları bankalardaki hesaptan çıkarılması hesaplanmaktadır.

M2: M1 tanımında Türk lirası ve yabancı para birim çinisinden vadeli mevduatları eklenmesi ile hesaplanmaktadır.

M3: M2 kapsayan unsurlar ile repodan ve para piyasasından sağlanan fonlar ve iki yıllık vadeli menkul kıymetlerinin toplamı ile hesaplanmaktadır.

- **İşsizlik Oranı**

Genel olarak çalışma isteği olup ancak iş bulamadığı durumu ifade etmektedir. Kişinin bu durum özelliğine göre işsiz denilmektedir. Halı hazırda aktif olarak iş arayan kişi olup işgücü oranlaması ile hesaplanmaktadır. İşsizlik oranı aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır.

$$\text{İşsizlik Oranı} = \frac{\text{İşsizlerin Miktarı}}{\text{Toplam İşgücü Miktarı}} \times 100$$

Bir ekonomi işsizlik biçimine göre işsizlik türleri bulunmaktadır. Bunlar Açık işsizlik, konjonktürel işsizlik, mevsimsel işsizlik, friksşyonel işsizlik, yapısal işsizlik, teknolojik ve gizli işsizliklerdir. İşsizliği giderilmesi için hangi türden olduğunu teşhis edilmesi gerekmektedir.

2. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE VADELİ İŞLEM PİYASASI

2.1. Türkiye’de Vadeli İşlem Piyasası Gelişimi

1800’lü yıllarında Osmanlı İmparatorluğu savaşlar nedeniyle büyük borçlara maruz kalmıştır. Bu büyük hacimdeki borçları dışardan temin edilmeye çalışılmış ve daha sonraları zor duruma sokmuştur. Bu dönemde dış borçlanmaları sağlamadığı zamanları Galata Bankerlerinden kısa vadeli borçları temin edilmiştir. Hükümet tarafından ihraç edilen devlet tavilleri Avrupa’da işlem görmesi söz edilen bankerlerin dışa açılmasına sebep olmuş ve böylece gruplar bir araya gelerek sistematik bir şekilde menkul kıymetlerinin alım ve satım işlemlerinin sistemli bir temel oluşturuldu.

Zamanla borsalar menkul kıymetlerinin alım ve satımı dışında yeni finansal araçlar eklenmiştir. Galata bankerlerin türev piyasası yerine hava oyunları adlandırmışlardır. Bu dönemde tahvil ve hisse senedi dayanak bir varlık olarak vadeli işlem görüyordu. Aslında spot piyasasından ziyade türev ürünlerin işlem gördüğü bir piyasa olmuştur. Ancak o dönemin işlem hacmini tahmin etmek oldukça zordur.⁶⁰ Bu dönemde vadeli işlemlerinin devlet denetiminde olmayıp güvenirliği özelliği kazanmamıştır. Her ne kadar da bu borsayı remi olarak kabul etmeselerde Avrupa borsası ile Galatay borsası arasındaki telegraf iletişimleri ile bir resmi kurum gibi çalışmıştır.⁶¹

1866 yılına gelindiğinde İstanbul’da Dersaadet Tahvilat borsası faaliyete başlanmış ve 1906 yılında bu borsa, Esham ve Tahvilat borsası adına değişmiştir. Bu kurum faaliyetlerini cumhuriyet döneminin başlangıcına kadar sürdürdürmüştür.⁶²

İlk resmi tüzüğü 1873 yılında Desaadet Tahvilat Borsası tüzüğü’nde ve 1907’de Esham ve Tahvilat borsası tüzüğünde vadeli işlem piyasası ile ilgili düzenleme getirmiştir.⁶³ Osmanlı imparatorluğu döneminin 19. yüzyılın yarısında, dış borçlanma ve tazminat

⁶⁰ C. YILMAZ, **Abidin Paşa Hava Oyunları Osmanlı Borsasında Finansal İşlemler**. İstanbul: Scala Yayıncılık. 2011, S.32

⁶¹ H. KAZGAN, **Galata Bankerleri**, Cilt: 2. Ankara: Orion Yayınevi. 2006, S.197

⁶² İ. PARASIZ, **Para banka ve finansal piyasalar**. 6. Baskı. Bursa: Ezgi Kitapevi.1997 S.199

⁶³ FERTEKLİGİL, **a.g.e.**, S.21-22

nedeniyile banklerik işlemleri ile dışa açılma politikasına yönelmiştir ve Türkiye vadeli işlem piyasası gelişmeye başlamıştır.⁶⁴

Türkiye’de ilk defa 1990’lı yılında İzmir Ticaret Borsası tarafından vadeli işlem piyasası önerilmiştir. Bu piyasanın uygulaması ile ilgili ilk defa Temmuz 1995 tarihinde ve 22352 sayılı resmi gazetede genel ve çalışma esasları ile ilgili genel yönetmenlik yayınlanmıştır. Daha sonra İstanbul Altın Borsasında döviz ve altın vadeli işlemi ile ilgi Ekim 1996’de 22791 sayılı Resmi gazetede genel yönetmenlik yayınlanmıştır. Ocak 1997 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında vadeli işlemlerin uyeliği ve takas hizmetleri ile ilgili yönetmenlik yayınlanmıştır. Yönetmenliğe göre pay, faiz getiri menkul kıymetler, endeki ve diğer finansal ürünlerde vadeli işlem yapma olanağı tanılmıştır.⁶⁵

Türkiye’de 2002 yılında Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş kurulmuş ve 2005 yılında faaliyete başlamıştır. 21 Aralık 2012 yılında Vadeli İşlem Opsiyon Piyasası kısılamtası ‘VİOP’ piyasası kurulmuştur. Bu kuruluş Borsa İstanbul bünyesindeki bir kuruluş olarak alım satım işlemi gerçekleştirmektedir. Piyasada pay vadeli işlem ve opsiyon işlemleri faaliyete geçmiştir.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasında Ağust 2001 yılında ilk defa İstanbul Menkul Kıymet Borsası’nda (Borsa İstanbul) Dolar/TL döviz kuru üzerinde görülmeye başlanmıştır. Daha sonra Şubat 2005’de VOBAŞ adı ile İzmirde faaliyete geçti. Türkiyede Borsa İstanbul’da 5 Nisan 2012 yılında endesk opsiyonlar işlem görmeye başlamıştır. 2005 ‘de İzmir merkezli olan VOB adlı Vadeli İşlem Opsiyon Borsası’nın %100 hisse senedini 5 Ağustos 2013 yılında Borsa İstanbul tarafından hissedar olmasının ardından VİOP ile birleşmiş ve VİOP adını almıştır.⁶⁶ 2014’de Takasbank merkezi karşı taraf olarak faaliyete geçmiştir. 2017’ ise NASDAQ OMX ile borsa İstanbul arasında stratejik ortaklık sözleşmesi imzalanmıştır. 2023 ‘kadar Türk vadeli işlem piyasasına gelişimi ile yeni sözleşmeler eklendiği görülmektedir.

VİOP’ta 46 adet pay vadeli işlemleri ve 24 adet üzeri opsiyon işlemleri bulunmaktadır. Endekslerden ise BİST 30, Bist Likit Banka, Bist Banka Dışı Likit 10, Bist

⁶⁴ FERTEKLİGİL, *Türkiye’de Borsanın Tarihçesi*, İMKB Yayınları, İstanbul. 1993, S.7-8

⁶⁵ N. CHAMBERS, *Türev Piyasalar*, 2. Baskı. İstanbul: Beta Basım. 2007

⁶⁶ Borsa İstanbul, <https://www.borsaistanbul.com/files/VIOP-Hakkinda-SSS.pdf>, (28,04,2023)S. 7

Sürdürülebilirlik 25 vadeli işlemleri ve BİST 30 opsiyon sözleşmeleri işlem görmektedir. Döviz piyasası ile ilgili Dolar/TL, Euro TL, EUR/USD, CNH/TL, RUB/TL, GBP/USD vadeli işlem sözleşmeleri, Dolar/TL, Fiziki Dolar TL vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri bulunmaktadır. Kıymetli madenler TL/Gram ve Dolar/Ons altın, Dolar/Ons gümüş, Dolar/Ons paladyum ve Dolar / Ons pladiyum işlemleri ile ilgilenmektedir. Enerji sektöründe ise elektrik vadeli işlemler sözleşmesi bulunmaktadır. Yabancı endeksler’de ise SASX 10 Endeksi işlem görmektedir. Faiz vadel işlem sözleşmesinde aylık TLREF Türk Lirası Gecelik Referans Kuru işlem görmektedir. Fiziki teslimatlı 3 devlet iç borçlanma senetleri vadeli işlemler sözleşmesi bulunur.⁶⁷

2.2. Türkiye’de Vadeli İşlem Piyasasının İşleyiş Yapısı

Türkiye’de vadeli işlem ve opsiyon piyasasını hisse senediler, endeksler, döviz kuru, kıymetli madenler, enerji, yabancı endeksleri, faiz oranları ve DİBS’ler oluşturmaktadır. Bu bölüm çalışmada Türkiye’de vadeli işlem piyasası işleyiş yapısı incelenecektir. Aşağıdaki başlıklar altında konu ile ilgili kısaca değinilecektir.

İşlem Esasları

Borsa İstanbul’da vadeli işlem ve opsiyon para üç pazarda işlem görebilmektedir. Bunlar; 1. Ana Pazar 2. Özel emir pazarı 2. Özel emir ilan pazarlarından oluşmaktadır. Ana Pazar esas pazar olarak normal seanslarda sabitlenmiş fiyatlar ile emirler gerçekleşmektedir. Ancak diğer özel emir pazarında her iki taraf belli olması ve borsadan onaylaması tağdirde ana Pazar dışına işlem yapabilmektedir. Özel emir ilan pazarında ise tarafların belirli olması durumunda ve borsanın onaylanması ile emirler gerçekleşmektedir.

Borsa da vadeli işlemleri ve opsiyonları çok fiyat sürekli müzakere ve tek fiyat olarak iki şekilde uyulanmaktadır. Emir türleri bakımından kalanı pasife yaz, gerçekleşme iptal et, kalanı iptal et ve şarta bağlı emir tipleridir.

⁶⁷ Borsa İstanbul, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/48/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi>, (17.01.2023)

Türkiy’de vadeli işlem ve opsiyon piyasası (VİOP) işleyiş esasları genelgesi aşağıdaki başlıklar altında kısaca incelenebilir.⁶⁸

Üyelik Esasları

Borsa işlem yapabilmeleri için borsa da üye olması gerekmektedir. Üyelik başvurusunda, takas üyleğine girebilir. Bunun doğrultusunda piyasada işlem yapmak isteyenler üyeler borsadan onay aldıktan sonra ve gerekli yükümlülükleri yerine getirdikten sonra sadece yapılmış olan sözleşmeye göre faaliyetlerde bulunabilmektedir.⁶⁹ Sorumlu oldukları sözleşme ile ilgili yönetimi kurulu tarafından belirlenen esaslar çerçevesi doğrultusunda işlem emirlerini verebilmekte ve piyasaya likidite sağlanabilmektedir. Piyasa yapımcılar Borsa İstanbul tarafından belirlenen performans şartlarının yükümlülüklerini yerine getirmekle mükelleftir.⁷⁰

Sözleşme Esasları

Sözleşme unsurları yönetim kurulu tarafından onayladıktan sonra SPK tarafından onaylanan sözleşmeler borsa İstanbul tarafından bildirme yapmaksızın işlem göre bilmektedir. Sözleşmelerde türü, kodu, dayanak varlığı, sözleşme büyüklüğü ve sıra no bilgileri içermektedir. Ancak opsiyon sözleşmelerinde türü, kodu, tipi, vadesi, sınıfı, kullanım fiyatı, sözleşme büyüklüğü ve sıra numarası bilgileri yer almaktadır.

Risk Yönetimi

Vadeli işlem piyasasının risk yönetim ile ilgili takasbank üstlenmiştir. Takasbank iletilen emirleri gerçek zamanda pozisyona dönüştürmektedir. Teminat ve sürdürme teminatı ve hesaplama olarak takasbank tarafından belirlenmektedir. Risk seviyelerine göre risk durumu bilgilendirmekte olup risk azaltıcıya yönelmektedir. S.47-47 Risk yönetimi süreci 3 katmanlı şeklinde sürdürülmektedir. İşlem gerçekleşmeden önce, işlem aşamasında ve işlem sonrasında riskleri yönetilmektedir.

⁶⁸ Borsa İstanbul, **Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) İşleyiş Esasları Genelgesi**, https://borsaistanbul.com/data/Genelge/433_Genelge_viop_isleyis_esaslari.pdf, (13.01.2023)

⁶⁹ Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) İşleyiş Esasları Genelgesi, **a.g.g.** s.17

⁷⁰ Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) İşleyiş Esasları Genelgesi, **a.g.g.** s.18

Takas Hizmetleri

Takas merkezi bir alıcıya satıcı ve bir satıcıya alıcı bulma işlemleri ile ilgilenmektedir. Temerrüda düştüğü takdirde işlem teminatları ve garant fonlarından kullanılmaktadır. Takas hizmetlerin yükümlülüğü garanti fon ve teminatlara kadar sınırlı olmaktadır. S.58 Bu hizmeti ilgilenen Merkezi Karşı Taraf'tır. Bu mekanizma karşı taraf riskini ortadan kaldırmaktadır. 3 Mar 2014 takabank tarafından VIOP'ta MKT hizmeti itibariyle başlatılmıştır. ⁷¹ Ancak sisteme emir iletildikten sonra Takasbank entegre olmadan önce bir risk yönetim sürecini uygulanmaktadır. PTRM uygulaması ile olası karşılaşılabilecek risklerinin ve izlenmesi ve Takasbank ile entegre sağlanmaktadır. Uygulamada işlem terminalı, FixAPI ve OUCH protokolleri ile riski izlenmektedir. ⁷² Daha sonra işlem takasbank ile entegre olmaktadır.

Teminatlandırma İşlemi

Sözleşme tarafların o günün azami fiyatına yakın teminat belirlenmektedir. Bu teminat fiyat oynaklığı ile değişmekte olup taraflar sürdürme teminat denilen kritik seviyeden düşmemeleri gerekmektedir. Teminatlandırma işlevi bir güvenlik unsuru oluşturmakta olup risk yönetiminin önemli bir parçasıdır. ⁷³ Takas bank ile işlem entegre olduktan sonra söz konusu teminatlandırma yöntemi SPAN uygulanmaktadır. Teminatlandırma hesaplanması Takasbank tarafından yapılmaktadır. Bu işlemler Takasbank MKTM mevzuatına dayanmaktadır. Müşteri belirli teminat altında indiğinde elektorink ortamda Takasbank tarafından bilgilendirilmektedir. 1 iş gün süresi olup belirlenmiş olan saatte yükümlülüğünü yerine getirmek zorundadır. Takasbank tarafından aracı kurumların açtığı hesaplarının risk durumlarına göre kademli bilgilendirilmekte ve risk yönetimi ile ilgili yönlendirme yapılmaktadır. ⁷⁴

⁷¹ SPK, Vadeli İşlem Opsiyon Sözleşmeleri, <https://spk.gov.tr>, (18.01.2023)

⁷² Borsa İstanbul, <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/1021/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasiviop>, (18.01.2023)

⁷³ SPK, Vadeli İşlem Opsiyon Sözleşmeleri, <https://spk.gov.tr>, (18.01.2023)

⁷⁴ Takasbank, <https://www.takasbank.com.tr/tr/hizmetler/hizmet-verilen-piyasalar/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi-viop/genel-tanim>, (21.01.2023)

Vergilerndirme Yöntemi

Bireysel yatırımcılar ticari faaliyet kapsamı ve kapsam dışı vadeli işlem ve opsiyon piyasasında pozisyon açıldığında borsa raıcı ile güncellşetirilmesi ile oluşabilecek kar veya zararın ticari kazançta dahil edilmektedir. Takas bankta yatırılan teminat nemaları ticari kazançta tabi olmakta ve %15 stopaj yapılmaktadır. Ancak elde edilen kazanç üzerinden hesaplanacak gelir vergisine tabidir. Döviz, altın, emtia ve elektirik vadeli sözleşmelerden elde edilen kazançların %10 stopaj uygulanmaktadır. Ancak Pay ve payn endekslerine %0 stopaj vergi uygulanmaktadır.⁷⁵ Bu işlemlerin KDV'si yoktur.

Tam mükellif kurumsal yatırımcı pozisyon tutulduğu sürecinde borsa işlemlerden görülen rayıç değer hesaplanması ile kar ve ya zarar işlemi uygulanacaktır. Takasbank'ta yatırılan teminat nemasını kurum kazancı olarak nitelendirilmekte olup %15 stopaja tabidir. Tam mükellif olan yatırım serma şirketleri, yatırım fonlar ve ortaklıkları döviz, altın, emtia ve elektirik sözleşmelerinden %0 stopaj alınmaktadır. Diğer mükellifler ise %10 stopaja tabidir. Pay ve pay endeksleri dayalı işlemlerinden 0% stopaj uygulanmaktadır. BSMV mükelliflerin tarafından yapılan işlemler BSMV hesaplanmaktadır.⁷⁶

Türk Borsalar ve Odalar kanununda

01.06.2004 yılında 25479 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Türkiye odalar ve borsalar birliği ile odalar ve borsalar kanununda 46 maddesinde göre alivre ve vadeli işlemlerin ticaret borsalar tarafından sözleşme tipleri belirlenmektedir. Vadeli işlemde görece ürün senedi ve belgeleri SPK düzenlemelreine göre değerlendirilemez. Alivre ve vadeli işlemleri borsalarda nasıl işlem yapabilecekleri hakkında, yönetim kurulu tarafından hazırlanan meclislerce onayladıktan sonra yürürlüğe girmektedir.⁷⁷

⁷⁵ Borsaistanbul, https://borsaistanbul.com/files/viop_vergi-rehberi_2013.pdf, (19.01.2023),

⁷⁶ Borsaistanbul, https://borsaistanbul.com/files/viop_vergi-rehberi_2013.pdf, (19.01.2023),

⁷⁷ TOBB, <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuat?MevzuatNo=5174&MevzuatTur=1&MevzuatTertip=5>, (18.01.2023)

2.3. Türkiye’de Vadeli İşlem Piyasası Makro Ekonomi Değişimlerinin Üzerine Etkileri

Osmanlı imparatorluğu’nda ekonomi tarıma dayalı bir sistem olarak faaliyet göstermiştir. Ancak Cumhuriyetin kuruluşu ile sanayileşme yapıya dönüşmeye başlanmıştır. 1929 Bunalımı ve II.Dünya Savaş’ının olumsuz etkisine rağmen kişi başı milli gelir büyümüştür.

1962’de kalkınma planlaması çerçevesinde hızlı sermaye birikimi ve sanayileşme milli gelirin artışı hedeflenmiştir. Bu dönemde ithal ikamesi stratejisine dayanarak kamu müdahalesi ile alt yapıları güçlendirilerek ve bunun yanında üretim faaliyetlerinin başlanması, sermaye birikimi ile ekonomik gelişimini hızlandırmıştır. Türkiye ekonomisi 1960, 1970, 1980 ve 1990’lerde yıllarında ekonomi ciddi sorunlar yaşandığı görülmüştür. Bu dönemlerde ekonomi yüksek enflasyon, yüksek işsizlik, yüksek dış borç ve yüksek faiz geçmiştir. 1999 yılında IMF ile yapılan stand-by anlaşması yapılmıştır. 2000 yıllarına geldiğinde Kasım ayında ve 2001’ yılın Şubat ayında krizler orta çıktığı görülmüştür. Kasım 2000 yılı krizi likidite krizi olarak bilinmektedir. TCMB müdahalesine rağmen kriz derinliği devam etmiş ve gecelik faiz oranları %1700’e yükselmiştir. Şubat 2001 krizin ortaya çıkmasının nedeni piyasada döviz yetersizliği, faiz-kur çıkmazlığı, yüksek dış borç stoku gibi nedenleridir. Enflasyon mücadelesi ile birlikte yabancı sermaye girişi ile bir yandan ekonomik büyüme sağlarken diğer yandan cari hesap açığı gerçekleşmiştir. 2007’de gelindiğinde ABD Mortgage krizi nedeniyle bir çok ülkeleri etkilemesi ile birlikte Türkiye’de etkilenmiştir. ABD 2007 krizinde zayıf kesime kredi sağlanması ve bu kredileri menkul kıymete dönüştürülmesi suni bir finansal kaynak yaratılmıştır. Bu kaynaklar vadeli işlem piyasasında aktarılması ve risk yönetimi ve denetim mekanizması yetersiz çalışması Haziran ayında finansal kriz meydana çıkmıştır ve 2008 yılın son çeyreğinde bir çok banka ve finansal kuruluşlar iflas etmiştir. Dünya krizinden de Türkiye’de olumsuz etkilenmiştir. Bu dönemde kişi başı milli gelirin düşüş yaşanması borçlanma ve kısa vadeli yabancı kaynaklardan temin edilmesi önemli hale gelmiştir.⁷⁸

⁷⁸ S. GÖCEN, “Türkiye’nin 1990-2015 Dönemindeki Ekonomik Performansı Üzerine Bir Değerlendirme”. *Marmara İktisat Dergisi*, 1(1), 61-76.

2.3.1. Türkiye Ekonomisi ve Vadeli İşlem Piyasasının Durumu

Bu kısım çalışmada Türkiye ekonomik açısından ve vadeli işlem piyasasının durumu bakımından bu bölümü incelenecektir. Aşağıdaki tabloda Türkiye ekonomisinin 2000-2021 yılları arası makro ekonomik veriler yer almaktadır.

Tablo 2.1. Türkiye Temel Ekonomik Veriler

Makro Ekonomik Değişkeni/Yıl	Büyüme Oranı	Kişi Başı GSYH (TL)	Mal ve Hizmet İhracatı (Harcama Yöntemine Göre , Milyon TL)	Mal ve Hizmet İthalatı (Harcama Yöntemine Göre , Milyon TL)	Enflasyon Oranı (Tüfe)	İşsizlik Oranı	Cari Açık (Milyon ABD Doları)
2000	6.9	2.668	34095	38540	-	6.5	-9920
2001	-5.8	3.794	67211	56103	68.53	8.4	3760
2002	6.4	5.486	90908	82840	29.75	10.3	-626
2003	5.8	7.069	108628	109633	18.36	10.5	-7554
2004	9.8	8.622	137697	146885	9.32	10.8	-14198
2005	9.0	9.940	148819	165076	7.72	10.6	-20980
2006	6.9	11.484	178208	209825	9.65	10.2	-31168
2007	5.0	12.653	194316	230462	8.39	10.3	-36949
2008	0.8	14.113	236312	270563	10.06	11.0	-39425
2009	-4.8	13.970	235191	235660	6.53	14	-11358
2010	8.4	15.964	247476	297758	6.4	11.9	-44616
2011	11.2	18.928	323044	425840	10.45	9.8	-74402
2012	4.8	21.037	385262	450246	6.16	9.2	-47963
2013	8.5	23.946	433848	523948	7.40	9.7	-55092
2014	4.9	26.624	517948	586894	8.17	9.9	-38020
2015	6.1	30.056	576715	624345	8.81	10.3	-26625
2016	3.3	33.131	606302	666306	8.53	10.9	-26668
2017	7.5	39.019	815998	931423	11.92	10.9	-39955
2018	3.0	46.173	1170966	1180311	20.30	11.0	-20151
2019	0.8	52.213	1402486	1300484	11.84	13.4	10796
2020	1.9	60.541	1450511	1626678	14.60	13.2	-31888
2021	11.4	86.144	2559041	2575633	36.08	11.2	-7232

Kaynak: TÜİK, TCMB; <https://www.tuik.gov.tr/>, <https://www.tcmb.gov.tr/>, (18.02.2023).

1973’ yılında Bretton Woods sisteminin çöküşü ile döviz kurlarının oynaklığı artmış ve bunun yanında sabit faiz ile borçlanmalar değişken faiz borçlanmalarına yönelmiş ve faiz riski ortaya koymuştur.

20.01.2023 Takasbank istatistiksel bilgilerine göre Borsa İstanbul bünyesinde olan vadeli işlem ve opsiyon piyasası açık üye sayısı 75, açık hesap sayısı 800,442 adet oluşmaktadır. Bunlardan bireysel yerli olanlar 787.970, bireysel yabancılar 2.656, yerli kurumsal 9.171 ve kurumsal yabancılar 645 üye bulunmaktadır. Vadeli işlem piyasasının işlem hacmi 36.339.335.112 (TL) ulaşmıştır. Opsiyon piyasasının işlem hacmi ise 95.837.800 ve opsiyon pirim hacmi 3.477.128 TL değerindedir.⁷⁹

Son dönemde 2008 kriz dönemi atlatan Türk ekonomisi, 2011 durgunluğa sürüklenmiştir. Ekonomik büyümesi yavaşlanmıştır. Jeopolitik risklerin ve dünya ekonomisi yavaşlaması sonucunda Türkiye’de olumsuz etkilenmiştir. Bu dönemde vadeli işlem piyasası 2012 sonrası genel olarak artış göstermiştir. 2016 ve 2017 yılları ise ortadoğudaki gerilimler ve risk iştihanın azalması nedeniyle düşüş yaşadağı görülmüştür. Aşağıdaki tablolar ve grafikler Türkiye vadeli işlem ve opsiyon piyasaların durumunu göstermektedir.

⁷⁹ Takasbank, <https://www.takasbank.com.tr/tr/istatistikler/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi-viop/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi>, (01.21.2023)

Tablo 2.2. Türkiye Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası İşlem Hacmi (TL)

Yıl	Vadeli İşlem Sözleşmeleri	Opsiyon Sözleşmeleri	Opsiyon Pirim Hacmi	Toplam İşlem Hacmi ⁸⁰
2012	10,704,416.00	4,091,720.00	176,830.00	14,796,136.00
2013	289,627,196,946.60	209,184,288.78	6,675,078.60	289,633,872,025.20
2014	869,226,072,416.40	1,973,361,080.00	38,091,957.20	869,264,164,373.60
2015	1,134,892,380,122.45	13,857,305,790.00	324536115	1,135,216,916,237.49
2016	1,160,286,848,898.81	48563211700	934,147,913.60	1,161,220,996,812.41
2017	384,449,430,671.00	21652028250	493,374,775.40	384,942,805,446.40
2018	2,517,593,419,777.19	48,675,189,202.00	1930232395	2,519,523,652,172.19
2019	2,870,605,704,076.55	35,803,442,234.00	1121466007	2,871,727,170,083.95
2020	5,736,353,810,044.05	5,736,353,810,044.05	973162954.4	5,737,326,972,998.45
2021	8,915,498,570,462.40	43,944,704,580.00	1409013678	8,944,932,197,842.40
2022	15,713,035,063,491.40	61,702,202,477.80	260097158.8	15,774,737,265,969.20

Kaynak: Borsa İstanbul, <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/482/bulten-ve-piyasa-verileri>, (22.01.2023).

Tablo 2.2'ye göre vadeli sözleşmelerinin işlem hacmi 2012 itibairyle hızlı bir yükseliş kayıt etmiştir. 2017'de bir düşüş yaşanmasına rağmen 2018 toparlanmış ve artışına devam etmiştir. Opsiyon sözleşmelerin ise işlem hacimleri 2016 ve 2017 yılları düşüş kayıt ederken sonraki yıllarda yükselişine devam etmiştir.

⁸⁰ Vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyon sözleşmelerin toplamıdır.

Tablo 2.3. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası İşlem Hacmindeki Yerli ve Yabancıların Payı

DÖNEM	YERLİ %	YABANCI %
2013	75.31	24.69
2014	76.29	23.71
2015	71.57	28.43
2016	72.68	27.32
2017	71.96	28.04
2018	65.21	34.79
2019	68.65	31.35
2020	68.64	31.36
2021	64.70	35.30
2022	62.69	37.31
Ocak	64.80	35.20
Subat	62.38	37.62
Mart	66.81	33.19
Nisan	65.89	34.11
Mayıs	67.70	32.30
Haziran	64.31	35.69
Temmuz	65.09	34.91
Agustos	63.48	36.52
Eylul	60.59	39.41
Ekim	60.30	39.70
Kasım	59.44	40.56
Aralık	58.73	41.27

Kaynak: Borsa İstanbul, <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/482/bulten-ve-piyasa-verileri>.

(20.01.2023).

Tablo 3’ye göre 2013 itibariyle vadeli işlem ve opsiyon piyasasının işlem hacmi yerli yatırımcıların payı düşerken yabancıların payı artmaktadır. Tabloda yabancıların piyasasının derinlemesine ve likit olmasına katkı sağladığını görmekteyiz. Ayrıca yabancılar bu piyasaya daha güvendiği bir alan gördüğü göstergesi olmuştur.

2012’de 21 üye sayısı ile iş yatırım menkul değerler A.ş %50.58 piyasa işlem hacmine sahipken, 2013’de ise 80 üye ulaşmış ve en yüksek işlem hacmi yine iş yatırım ancak %13.13 oranı ile pay almıştır. 2014’de 74 üye ulaşmış İş Yatırım Menku Değerler a.ş %11.14 ulaştığını görmüştür. 2015’de üye sayısı 30 kuruma inmiş ve Türkiye Garanti Bankası %39.02 piyasa payına sahip olmuştur. 2016 ‘de ise 65 üyeye yükselmiş ve en yüksek işlem hacmi TEB yatırım menkul değerler A.ş %13.06 piyasa payına sahip olmuştur. 2017’de en yüksek işlem hacmine sahip olan %15.41 oranı ile iş yatırım menkulş değerler a.ş olmuştur. 2018’de ve 2019’de üye sayısı 63 ulaşmış ve yapı kredi yatırım menkul değerler A.ş olarak

sırasıyla %15.80 ve %15.33 oranı ile piyasada en yüksek işlem hacmini kayıt etmiştir. 2020’de 64 üye ulaşmış olup en yüksek işlem hacmine yine yapı kredi yatırım menkul değerler a.ş %17.77 olmuştur. 2021’de ise yine yapı kredi %22.31 oranı ile en yüksek işlem hacmini gerçekleştirmiştir ve üye sayısı 66 ulaşmıştır. 2022’de üye sayısı 67 ulaşmış ve en yüksek işlem hacmi ise 23.68 oranı ile yine yapı kredi olmuştur.

Türkiye bankalar tarafından incelediğimizde uluslararası faaliyetlerinin gelişimi ile bankalar döviz kurların oynaklığından oluşan riskleri daha da arttığını göstermiştir. Bu durum faiz oranını daha da etkilemiş ve faiz risklerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. ⁸¹ Buna göre bankalar için kur riski ve faiz riski önemli hale gelmiştir.

2.3.2. Türkiye’de Vadeli İşlemlerinin Ampirik Çalışmaları ve Genel Değerlenmesi

Türkiye’de 2005 öncesi tezgahüstü piyasasında işlem gören türev ürünler VOB açılması ile çok hızlı büyüme kayıt etmiştir. 2006’ yılında %273 ve 2007 yılında %263 artış kayıt etmiştir. Çevik ve Pekmaya (2007) dolar ve euro ile vadeli işlemlerinin getiri arasındaki ilişkiyi incelenmiştir. Çalışmada Şubat 2005- Eylül 2006 yıl Garch modeli ile dinamik nedensellik testi uygulanmıştır. Bulgular vadeli işlem piyasasındaki getiriler spot piyasasındaki getirileri etkilediği görülmüştür. ⁸²

Aşıkoğlu ve Kayahan (2008) çalışmada dünya ve Türkiye vadeli ürünlerinin işlemleri yapısını incelemiştir. Araştırmada VOB işlemleri 2005-2008 yılları arası çok hızlı geliştiği görülmüştür. Borsalarda daha çok spekülasyon amaçlı olduğu görülmüştür. Dünya ve Türkiye’de borsalarında endeks vadeli işlem sözleşmeleri daha yüksek bir seviyede işlem hacmine sahip olmuştur. ⁸³

Bayraktar oğlu ve diğerleri(2013) işletmeler risk yönetiminde türev ürünlerinin kullanımını araştırmıştır. Bu araştırmada Denizli ilinde 58 firmaya anket gönderilmiştir. Bulgular büyük firmalar türev ürünlerden daha çok spekulatif amacı ile kullanılmıştır.

⁸¹ Arman KIRIM, “Mali Risk Nedir, Nasıl Yönetilir?”, *Finans Dünyası Eki*, Sayı:32, Ağustos, 1992, S.3

⁸² E.İ. ÇEVİK ve M. PEKKAYA, , “Spot Ve Vadeli İşlem Fiyatlarının Varyansları Arasındaki Nedensellik Testi”, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, , 2007, 22(2), S.49-66.

⁸³ R. AŞIKOĞLU,, & C. KAYAHAN, “Global finansal sistem etkileşimiyle türkiye'nin türev piyasa görünümü”. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2008, 10(2), 157-179.

Ancak küçük şirketler türev ürünler isteksiz olduğunu belirtilmiştir. Genel olarak türev ürünlerinin kullanımı çok az sayıda olduğu görülmüştür.⁸⁴

Oktar ve Yüksel (2016) 2003:1-2015:3 üç aylık verileri kapsamaktadır. İncelemede MARS yöntemi kullanılmıştır. Bankaların tuttuğu özel karşılıklar hesabı ile türev ürünler kullanımı ile ters bir ilişkisi olduğu ortaya çıktı. Ancak takipteki kredilerin artması ile türev ürünlerin kullanımı aynı yönde olduğu sonucuna ulaşılmıştır.⁸⁵

Özdemir ve Kula (2017) çalışmalarında döviz piyasası ile vadeli işlem piyasası arasında ilişkiyi incelenmiştir. Araştırmada EGARC modeli uygulaması sonucunda döviz kuru oynaklığına karşı asimetrik tepki verildiği ortaya çıktı. 2005 ve 2010 yılları arası verileri ele alınmıştır. Ayrıca çalışmada döviz piyasası ile vadeli işlem piyasası arasında nedensellik ilişkisini Granger modeli uygulanmıştır. Sonuçlar çift yönlü ilişki ortaya çıkmıştır.⁸⁶

Boztasun ve diğerleri (2016) dış ticaret yapan firmalar türev ürünlerinin kullanıp kullanmadıklarını araştırmışlardır. Çalışmada Kayseri’de reel sektörde faaliyet gösteren 100 şirkete anket uygulanmıştır. Bulgular %29 türev ürünü kullandıkları ve işletmelerinin karşılaştığı risklerin yurt dışı yatırımlara bağlı olduğu ortaya koymuştur.⁸⁷

Bir diğer çalışma ise Yılmaz ve Aslan (2016), Borsa İstanbul 100 endeksi’ndeki firmalar üzerinde risk yönetimi ile ilgili araştırma yapmıştır. Araştırmada mali sektör dışındaki firmalar 2013 yılında %36 ve 2014’de %45 türev ürünleri kullanmışlardır. Bulgular faiz riskine koruma amacı ile swap işlemleri ve kur riski korumak amacı ile yapılan işlemler ise forward ve futures işlemleri olmuştur. Fiyat risklerine karşı opsiyon işlemleri kullanılmıştır.⁸⁸

⁸⁴ A. BAYRAKDAROĞLU, S. A. BİLGEHAN, R. I., & B. HEYBELİ, “İşletmelerinin finansal risk yönetiminde türev ürün kullanımlarına ilişkin bir saha araştırması: Denizli ili örneği”. Muhasebe ve Finansman Dergisi, 2013, (57), 57-88.

⁸⁵ S. OKTAR, & S. YÜKSEL, “Bankaların türev ürün kullanımını etkileyen faktörler: MARS yöntemi ile bir inceleme”. Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar, 2016, (620), 31-46.

⁸⁶ L. ÖZDEMİR, & V. KULA, “Döviz piyasa oynaklığı ile vadeli işlem piyasası arasındaki nedensellik ilişkisi”. İşletme Araştırmaları Dergisi, 2017, 9(3), 618-636.

⁸⁷ D. BOZTOSUN, S. AKSOYLU, F. ALTINIŞIK, E. H. BARAZ, & B. AKSOY, “Dış Ticaret Yapan Firmaların Finansal Risk Yönetiminde Türev Ürünleri Kullanım Düzeylerinin İncelenmesi: Kayseri İli Örneği”. Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2016, 17(1), 153-168.

⁸⁸ E. YILMAZ, & T. ASLAN, “Finansal risklerin yönetilmesinde türev ürünlerin kullanımı: Borsa İstanbul (Bist) 100 Endeksi’ndeki şirketler üzerine bir araştırma”. İşletme Araştırmaları Dergisi, 2016, 8(1), 663-678.

Ersoy ve Ünlü (2016) Türkiye 2000-2011 yıllararası tezgahüstü türev ürünlerinin işlemini incelemiştir. Bulgular bu piyasada bankalar risk koruma amacıyla daha çok swap işlemlerini yapıldığı görülmüştür. Diğer sözleşmeler müşterilerinin talep üzerinde gerçekleştiğini ortaya koymuştur. 2008 küresel kriz sürecinde finansal kuruluşların büyük zararlara sürüklenmesi ve iflasa gidilmesi, tezgah üstü piyasaları ile ilgili yasal dünelemeler, risklerinin takibi ve risklerin azaltıcı önlemler alınması gerektiğini vurgulamıştır.⁸⁹

Akkuş ve Sakarya (2018) islami bakımından türev ürünlerinin kullanımı üzerinde incelenmiştir. Sonuçlar türev ürünlerin islam hukukunda kabul görülmediği ve işlevleri yerine getirmesi açısından daha tartışmaya açık olduğu ortaya koymuştur.⁹⁰

Çankaya ve Güçver (2019) Borsa İstanbul'daki imalat sanayi endeksindeki firmalar 2007-2016 yıllar arası bilanço ve bilanço dışı etkileyen faktörlerini panel lojistik regresyon uygulanmıştır. Bulgular türev ürünler ile aktif büyüklüğü, finansal borçlar, kaldıraç oranı, likidite gibi değişkenlerin anlamlı ilişkisi olduğu ortaya çıkarken türev ürünler ile aktif ve öz sermaye karlılık oranı ve net yabancı para anlamlı ilişki ortaya çıkmamaktadır.⁹¹

Durmuş ve Coşkun (2019) çalışmalarında Borsa İstanbul'da işlem gören 185 şirket 2007-2014 yıllar arası EKK yönetimi türev ürünlerinin kullanım düzeyini etkileyen faktörlerini incelemiştir. Bulgular aktif büyüklüğü, finansal sıkıntı, yüksek vadeli borçlu olan şirketler ve büyüme fırsatları türev ürün kullanım düzeyini etkilemektedir.⁹²

Akkaynak ve Yıldırım (2019) Türkiye türev ürünlerin kullanım amaçlarını BİST'e kote olan bankaların üzerinde yapmıştır. Çalışmada 2012-2017 çeyrekler dönemindeki verilerden yararlanarak, karlılık ve risk değişkenleri bağımlı değişken, aktif ve pasifte yer alan türev ürünler bağımsız değişken ve varlık yapısı, likidite ve aktif tutarın büyüme oranı kontrol

⁸⁹ E. ERSOY & Ü. N. L. Ü. ULAŞ "Tezgahüstü türev piyasa işlemleri." *Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi SBE Dergisi*, 2016, 6(1), 143-163

⁹⁰ H. T. AKKUŞ,, & Ş. SAKARYA, "Türev Ürünlerin İslami Finans Modelleri Açısından Değerlendirilmesi". *Adam Academy Journal of Social Sciences*, 2016, 8(2), 267-299.

⁹¹ S. ÇANKAYA,, & C. GÜÇVER, "Borsa İstanbul imalat sanayi endeksine kayıtlı firmaların finansal risk yönetimlerinde türev ürün kullanımının belirleyicileri." *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 2019, 13(2), 185-213.

⁹² Ö. DURMUŞ, & E. COŞKUN, "Şirketlerin Türev Ürün Kullanımını Etkileyen Faktörler: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma" *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2019, 9(2), 507-534.

değişken olarak seçilmiştir. Bulgular aktif hesabında yer alan türev ürünlerin risk ve karlılığı düşüşüne neden olabilmektedir.⁹³

Akarsu ve Alacahan (2020) çalışmada Türk bankacılık sisteminde kullanılan türev ürünleri etkileyen faktörleri incelemiştir. Çalışmada türev varlıkların aylık veriler ile bağımlı değişken, mevduat, TRY/USD ve bankalar arası faiz bağımsız değişken olarak incelenmiştir. Çalışmada doğrusal modeller uygulanmış ve bulgular pozitif ilişki sonucuna ulaşmıştır.⁹⁴

Taştemel, G. (2020) Türk bankacılık sistemini 2015-2019 yıllar arası 10 banka üzerinde inceleme yaptığında bankaların amaçları alım ve satım odaklı oldukları ve türev ürünlerinin kullanımı her geçen yıla göre arttığı ve bunlardan swap sözleşmelerinin daha yüksek hacimde işlem yapıldığı görülmüştür.⁹⁵

Yeni su ve diğerleri (2021) Türkiye’de bankacılık sektöründe kullanılan türev ürünlerinin finansal makro ekonomik değişkenleri ile ilişkisini incelemiştir. Çalışmada 2005:01-2021:02 yıllar arası aylık veriler ile korelasyon ve ARDL modeli uygulanmıştır. Sonuçlar bankaların aktif büyüklüğü arttıkça türev işlemleri artmaktadır. Ayrıca finansal risk ve döviz kuru risk arttığında da türev ürünlerinin kullanımı arttığını görülmüştür. Ancak türev işlemleri arttığında öz sermaye karlılık oranı düştüğün ortaya çıktı. Bunun nedeni sermayenin fırsat maliyeti olabilir.⁹⁶

Yağcılar (2022) Türkiye spot piyasası ile vadeli işlem piyasası arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmada 5 Ağustos 2013 ile Nisan 2021 günlük getirisinin verileri ile VAR-BEKK-GARCH ve VAR-DCC-GARCH modelleri uygulanması sonucunda zaman sürecinde

⁹³ B. AKKAYNAK, & S. YILDIRIM, “Türev Ürünlerin Kullanım Amaçları: Bist’de Bir Uygulama”. *Erzincan Binalı Yıldırım Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2019, 1(2), 23-33.

⁹⁴ Y. AKARSU, & N. D. ALACAHAN, “Türkiye’de Faaliyet Gösteren Bankaların Türev Ürün Kullanımını Etkileyen Faktörler: Doğrusal Model Uygulaması.” *Kesit Akademi Dergisi*, 2020, 6(25), 246-258.

⁹⁵ G. TAŞTEMEL, “Türkiye’deki Bankaların Türev Ürün Kullanım Yoğunluğu.” *Girişimcilik Ve Kalkınma Dergisi*, 2020, 15(1), 37-60.

⁹⁶ E. YENİSU, Z. TIRAŞ, & O. SAYGIN, “Bankaların Türev Ürün Kullanımını Belirleyen Finansal Ve Makroekonomik Faktörler” *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 2021, 6(3), 530-544

volatilite ilişkisinin değiştiğini ve pozitif bilgilerin volatilité üzerinde daha çok etkisi olduğu ortaya koymuştur.⁹⁷

Aydın ve Tuncay (2022) Türk bankacılık sektöründe türev ürünlerinin kullanımı Covid-19 pandemi öncesi ve sonrası incelenmiştir. Araştırmada 2016-2021 yıllar arası mevsimsel veriler ile özel ve yabancı sermaye mevduat bankaların verilerini Mann-Whitney U modeli uygulanmıştır. Bulgular söz konusu bankaların aktif büyüklüğünde artış gösterirken futures ürünlerin dışında diğér sözleşmelerde azalış göstermiştir.⁹⁸

Kantar ve düzer (2022) Borsa İstanbul’da yerli ve yabancı 8 bankanın değeri ile türev ürünlerinin arasındaki ilişkileri incelenmiştir. Araştırmada 2007Q1-2021Q4 panel nedensellik testi yapılmıştır. Bulgular spekülasyon amacı ile işlem yapan bankalar türev piyasası ile iki yönlü ilişki bulunurken, risk koruma amacı ile yapılan işlemler ile türev ürünler arasında iki yönlü ilişki bulunduğu görülmüştür.⁹⁹

Türkiye’nin ampirik literatürüne baktığımızda farklı dönemlerde ve farklı modellerle yapılan araştırmaların sonuçlarının ortaya konulduğu görülmüştür. Araştırmaların büyük bir kısmı bankacılık sektörüne dayalı olarak yapılmıştır. Bunun nedeni, Türk finans sisteminin büyük ölçüde bankacılık sektörüne dayalı olmasıdır. Türkiye’de spot piyasası ile vadeli işlem piyasası arasında ilişkiler olduğu ve şirketlerin türev ürün kullanımlarının yetersiz olduğu gözlemlenmiştir. Ancak türev ürünlerinin kullanım sayısının arttığı ve bu ürünler arasında swap işlemlerinin önemli bir paya sahip olduğu ortaya çıkmıştır. Döviz piyasası ile türev piyasası arasında çift yönlü bir ilişki olduğu ve para birimlerinin fiyat değişiminin önemli bir etkiye sahip olduğu bulunmuştur.

⁹⁷ G. G. YAĞCILAR, “Türkiye’de Spot Ve Vadeli İşlem Piyasaları Arasında Bilgi Etkinliği Ve Etkileşim: Öncül-Ardıl İlişkiler Ve Volatilité İletimi”, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 2022, 18(2), 470-491.

⁹⁸ Y. AYDIN,, & M. TUNCAY, “Covid-19 Pandemisi Döneminde Türk Bankacılık Sektöründe Finansal Türev Ürünlerin Rolü Üzerine Ampirik Bir İnceleme” *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2022, 12(2), 1-23.

⁹⁹ L. KANTAR,, & M. DÜZER, “Türev Ürün Kullanımının Piyasa Değerine Etkisi: Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama” *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 2022, 16(2), 189-215.

2.4. Dünyada Türev Ürünlerinin Durumu

2007 yılında başlayan ekonomik ve finansal kriz, bankaların ve diğer piyasa katılımcılarının finansal ve ekonomik şoklarına karşın zayıf noktaları ortaya çıkmıştır. Özellikle tezgâh üstü (OTC) türevler bağlamında, son mali kriz, OTC türev piyasalarında şeffaflığın arttığını ve OTC türevleri ve piyasasına ilişkin daha fazla düzenlemenin yapıldığını göstermiştir. katılımcıların OTC türevleri yoluyla aşırı ve şeffaf olmayan risk almalarını sınırlamaları ve OTC türev işlemleri, piyasaları ve uygulamalarının ortaya çıkardığı sistemik riski azaltmaası doğrultusunda (G20), OTC türevlerinden kaynaklanan sistemik riski azaltmak için 2009 yılında bir reform programı başlatmıştır.

Borsalarda toplam işlem gören vadeli işlemler futures işlemleri 2020’de ortalama günlük işlemlere göre futures işlemleri 2020’de 5415’iken 2021’de 5863’ye ulaşmış, opsiyon işlemlerinde ise 2020’de 1414 milyar dolar ve 2021’de 1523 milyar dolara ulaşmıştır.

Tablo 2.4. Gelişmiş Ülkelere göre Tezgah Üstü Piyasada Döviz Enstrümanlarının İşlem Hacmi; "Net-brüt", 2001-2022 günlük ortalamalar, ABD Milyar doları cinsinden.

Yıl/Ülke	Kanada	Fransa	Almanya	Japonya	İsviçre	İngiltere	ABD
2001	44	50	91	153	76	542	273
2004	59	67	120	207	85	835	499
2007	64	127	101	250	254	1438	745
2010	62	152	109	312	249	1854	904
2013	65	190	111	374	216	2726	1263
2016	86	181	116	399	156	2406	1272
2019	109	167	124	376	264	3576	1370
2022	172	214	184	433	350	3755	1912

Kaynak: BIS, <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d11.2>, (9,02,2023).

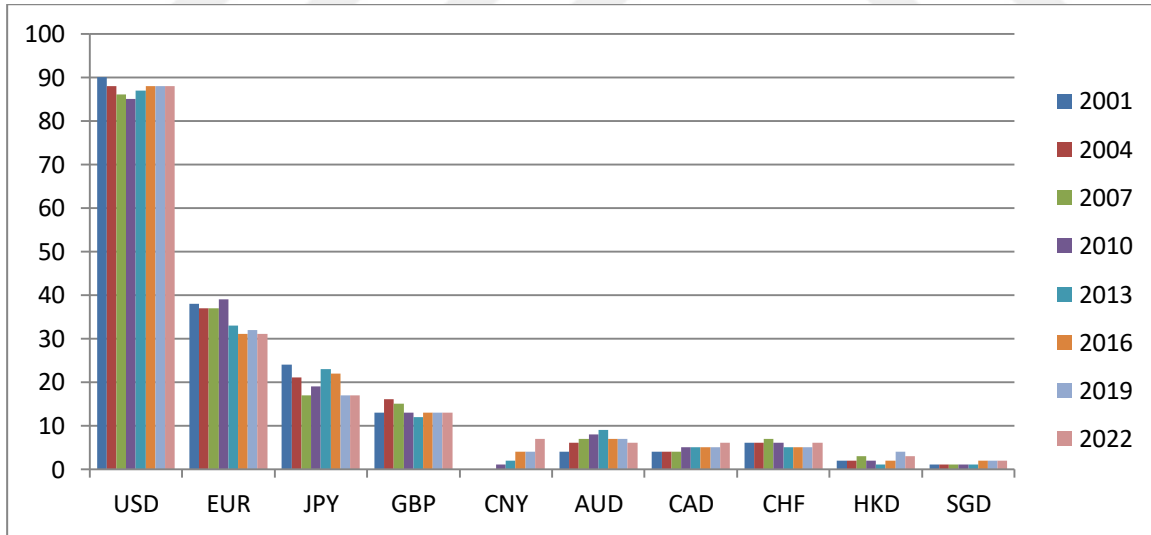
Tabloya bakıldığında genel olarak bir artış göstermektedir. Gelişmiş ülkelerde dövizlerin tezgah üstü piyasası daha derinleşmesi bu piyasanın önemini daha da arttırmaktadır. Ülkelerin arasında en çok ABD piyasa işlem hacmine sahipken Kanada en düşük piyasa işlem hacmine sahiptir.

Tablo 2.5. Gelişmekte Olan Ülkelere göre OTC Döviz Enstrümanlarının İşlem Hacmi;
"Net-brüt", 2001-2022 günlük ortalamalar, ABD Milyar doları cinsinden.

Yıl/Ülke	Türkiye	Güney Afrika	Rusia	Malezya	Güney Kore	Sudi Arabistan
2001	1	2	10	1	10	2
2004	3	2	30	2	21	2
2007	4	4	50	3	35	4
2010	17	8	42	7	44	8
2013	27	7	61	11	48	7
2016	22	8	45	8	48	8
2019	19	6	47	12	55	6
2022	18	6	...	16	68	6

Kaynak: BIS, <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d11.2>, (9,02,2023).

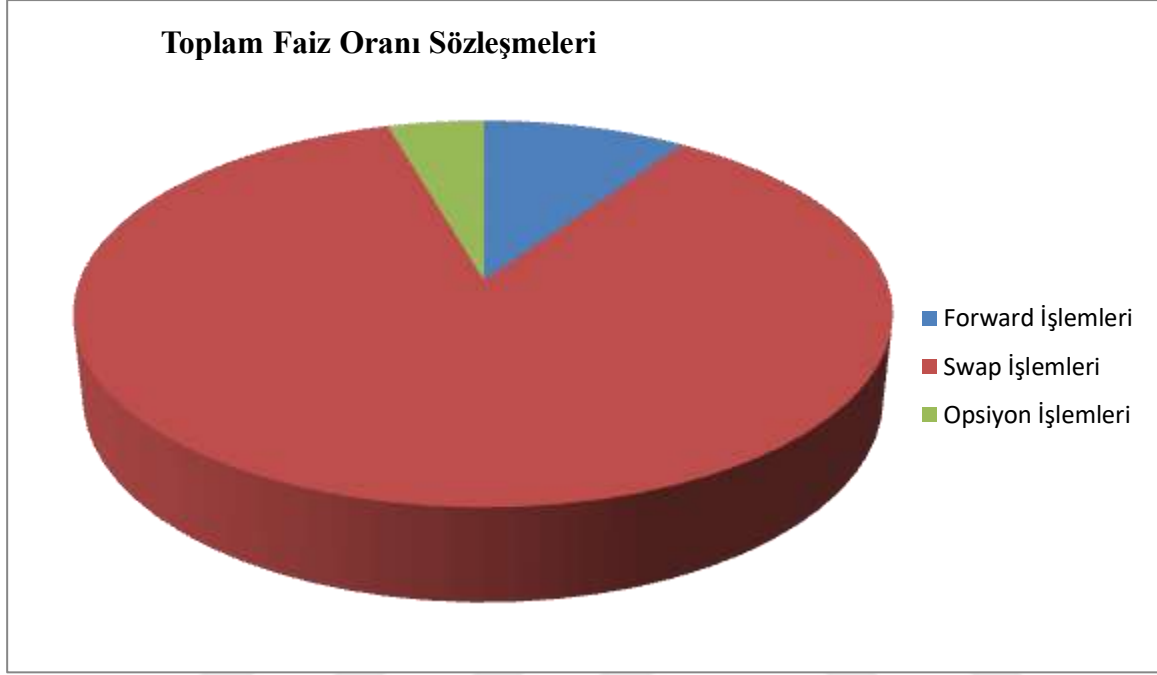
Tabloya bakıldığında gelişen en çok Güney Kore işlem hacmine sahipken, Sudi Arabistan ve Güney Afrika en düşük işlem hacmine sahiptir.



Grafik 2.1; Para Birimine Göre Tezgah üstü Piyasasında Döviz Enstrümanlarının İşlem Hacmi ; "Net-brüt", 2001-2022 günlük ortalamalar, ABD Milyar doları cinsinden

Kaynak: BIS, <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d11.3>, (09.02.2023)

Grafike bakıldığında USD parabirimi en çok kullanılan para birimi olmuştur. Ancak EURO kullanımı işlem hacmi açısından USD'nin yarısı kadar ulaşmıştır. Diğer para birimleri sırasıyla EUR, JPY, GBP, CNY, AUD, CAD, CHF, HKD ve SGD yer almıştır.



Grafik 2.2. Tezgah Üstü Piyasasında Sözleşme Payları

Kaynak: BIS, <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d12.4?o=8:TO1>, (09.02.2023)

Grafik'e bakıldığında OTC piyasasında Swap sözleşmesi en çok işlem yapan olarak görülmektedir. Forward sözleşmesi ikinci ve üçüncü opsiyon sözleşmesi yer aldığı görülmüştür.

Uluslararası Swaplar ve Türev Ürünler Birliği (ISDA). IOSCO Basel Bankacılık ve Gözetim Komitesi (IOSCO). BIS .Dünya'da finansal sisteminde en çok yoğunlaştığı piyasa döviz piyasasıdır. Son yıllarda işlem hacminin yükselmesi ile dünyadaki krizlerin ortaya çıkması ile

3. BÖLÜM

MENA ÜLKELERİNDE VADELİ İŞLEM PİYASASI

Bu bölüm MENA ülkelerin ekonomileri ve vadeli işlem piyasası ve Türkiye Karşılaştırma analizi yapılacaktır. Bu bölümde MENA ülkelerinin karşılaştırmalı ekonomik durumu, Türkiye ve MENA ülkelerinin vadeli işlem piyasasının karşılaştırmalı analizi, MENA ülkelerinde vadeli işlem piyasasının karşılaştığı sorunlar, MENA ülkelerin vadeli işlem piyasalarının entegrasyon durumu, kriz döneminde MENA ülkeleri vadeli işlem piyasaları, MENA vadeli işlem piyasası ekonomiyeye katkısı, MENA ülkelerinin SWOT analizi ve MENA ülkelerin vadeli işlem piyasasının gelişimi öneriler başlığı altında, incelenecektir.

3.1. MENA Ülkelerinin Karşılaştırmalı Ekonomik Durumu

MENA, Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkeleri kısaltması ODKA, İngilizce verilen bir isimdir. Bahreyn, Birleşik Arap Emirlikleri, Cezayir, Fas, Filistin, Irak, İran, İsrail, Katar, Kuveyt, Libya, Lübnan, Mısır, Suudi Arabistan, Suriye, Tunus, Umman, Ürdün ve Yemen ülkeleri kapsamaktadır. Ortadoğu'nun sınırları, Batı'da Atlas Okyanusu'ndan Doğu'da Basra Körfezi'ne ve Kuzeyde Akdeniz, Avrupa ve Asya, güneyde Sahra ile çevrilidir. Çoğu MENA sermaye piyasası, Dünya Bankası'na göre "gelişmekte olan" ülke olarak kabul edilmektedir.¹⁰⁰ Mena ülkeleri Kafkasya'dan Avrupaya doğru bir güzergah alanı olarak stratejik bir konuma sahiptir. Hem de madeni kaynaklar açısından bu alanın önemini arttırmıştır. Türkiye hem geçmiş tarihi, hemde kültür ve inanç bakımından benzerlikler göstermektedir. Türkiye Coğrafi bakımından ise yakın ve komşu ülkeler olarak siyasi ve ekonomi ilişkilerinin sürdürmektedir. Türkiye iktisadi ve siyasi gelişimini batı metodlarını benimsemesi ve bunun doğrultusunda hedefleri belirlenmesi, Mena ülkeleri ile ekonomi ve siyasi ilişkilerini önemsemediği görülmüştür.¹⁰¹

¹⁰⁰ E. GİRARD , M. OMRAN, & T. S. ZAHER, On risk and return in MENA capital markets. Available at SSRN 420244. 2003, S. 268

¹⁰¹ M. METİN, & F. İSPİROĞLU, "Türkiye'nin MENA ülkeleri ile dış ticareti: Bir makroekonomik değerlendirme", Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2017, 7(1), 23-38. S.25

Yaklaşık yırımı sene önce doğal kaynak zenginliğine rağmen MENA bölgesinin bir bütün olarak büyüme performansı yetersiz ve diğer gelişmekte olan ülkelerle aynı seviyede değildir. Dünyadaki diğer bölgelerle karşılaştırıldığında, MENA ülkelerindeki büyüme oranları, Sahra Altı Afrika (SSA) gibi düşük performans gösteren bölgelere göre oldukça dalgalı ve düşük seviyede gerçekleşmiştir. Ayrıca, bölge, muhtemelen dünya çapında benzeri olmayan, kendine özgü bir gelişme sürecine tabidir. Bölgeler arası önemli göç akışları, nüfus artışı, politikaların yanlış yönetimi ve son olarak, bir tarafta siyaset ile diğer tarafta ekonomik ve sosyal alanlar arasındaki güçlü karşılıklı bağımlılık bulunması buna bir örnektir.¹⁰² Ancak Mena ülkeleri petrol rezervleri bakımından %58-%60 ve doğal gaz rezervleri %43 dünya enerji merkezi konumundadır ve çekirdek rolü oynama kapasitesi bulunmaktadır.

Ekonomik gelişiminin yavaş olması, yüksek hükümet harcamaları, yüksek işsizlik, sınırlı rekabet, kadınların işe katılımı düşük olması gibi yapısal sorunlar da görülmektedir.

Ancak son yıllarda MENA ülkeleri önemli ekonomik ve finansal gelişmelere tanık olmuştur. MENA ülkelerinin risk algıları ve kurumsal az gelişmişlik, sermaye piyasalarına erişimin artmasının önündeki güçlü engellerdir. Bu bölgedeki birçok ülke savaşlara, siyasi çalkantılara veya ekonomik istikrarsızlığa maruz kaldı.

Bu kısım çalışmada MENA ülkelerinin ekonomi durumunu inceleyeceğiz. Tabloda ülkelerin kişi başı milli gelir, büyüme oranı, cari hesap oranı, enflasyon ve işsizlik oranı yer almaktadır. Tablolar Word Bank sitesinden elde edilmiştir.

¹⁰² M. S. ANDREANO, L. LAURETİ, & P. POSTİGLİONE, “Economic growth in MENA countries: Is there convergence of per-capita GDPs?” Journal of Policy Modeling, 2013, 35(4), 669-683. S.671

Tablo 3.1. Bahreyn Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Cari Hesap Oranı	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	12738.774	5.30	830185016	-0.704853	1.12
2001	12291.833	2.49	225932636	-1.207572	1.14
2002	12819.996	3.35	-49630835	-0.49554	1.14
2003	14230.297	6.30	200443478	1.5936255	1.11
2004	15777.964	6.98	471578624	2.3529412	1.10
2005	17705.235	6.77	1474202077	2.5862069	1.10
2006	19057.799	6.47	2187449379	2.0074697	1.11
2007	20883.548	8.29	2906574540	3.2566667	1.09
2008	23155.821	6.25	2256886835	3.5260032	1.11
2009	19448.183	2.54	559975549	2.7955128	1.14
2010	21186.814	4.33	770071855	1.9618847	1.13
2011	23741.557	1.98	3247340426	-0.400041	1.18
2012	25102.726	3.73	2577976351	2.7573967	1.20
2013	25790.73	5.42	2409721033	3.3000116	1.18
2014	25464.76	4.35	1523251103	2.6475532	1.18
2015	22795.449	2.49	-752110737	1.8486274	1.20
2016	22867.181	3.56	-1492819149	2.7867935	1.18
2017	24349.91	4.29	-1599760638	1.3867183	1.17
2018	25415.847	2.11	-2434574468	2.0876694	1.18
2019	25869.113	2.17		1.00582	1.18
2020	23501.919	-4.94		-2.317706	1.67
2021	26562.969	2.23		-0.606319	1.53

Kaynak:WFE, www.wordbank.com, (18.03.2023).

Tablo 3.1 göre Bahreyn ekonomisinin 2000-2021 yılları arasında kişi başı milli geliri ve büyüme oranının hızla geliştiği belirtilmektedir. Ayrıca, Bahreyn'in cari hesabı ilk yıllarda fazla verirken, son yıllarda negatif bir kayıt göstermiştir. Bahreyn, petrol ve gaz sektörüne bağımlı bir ekonomiye sahiptir. Ayrıca Bahreyn, finansal bir merkez olarak bilinir ve uluslararası bankaların yanı sıra birçok finansal kuruluşa ev sahipliği yapmaktadır.

Tablo 3.2. Birleşik Arap Emirlikleri Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	31855.5006	10.85	1.182956242	2.25
2001	29909.00943	1.40	1.532349603	2.50
2002	30221.967	2.43	1.520402459	2.65
2003	32607.37293	8.80	1.376500385	2.75
2004	37017.73637	9.57	1.390397567	2.90
2005	42190.55438	4.86	2.08913649	3.12
2006	45339.58512	9.84	2.455661664	2.93
2007	43918.38017	3.18	2.386561508	2.86
2008	45140.76908	3.19	3.521408563	2.72
2009	31722.58876	-5.24	1.961731736	2.67
2010	34165.91331	1.60	2.492654725	2.46
2011	40893.02336	6.93	3.856112447	2.28
2012	44386.78608	4.78	2.573234797	2.17
2013	45729.60768	5.06	2.291666667	2.03
2014	46865.9646	4.17	1.451120163	1.90
2015	41525.1389	6.79	0.368046842	1.76
2016	41054.53957	5.56	1.008417368	1.64
2017	43063.96748	0.74	2.557755776	2.46
2018	46722.26872	1.31	2.292839903	2.24
2019	45376.17084	1.11	1.738104601	2.33
2020	37629.17417	-4.96	0.989486704	4.29
2021	44315.55418	3.92	2.518371096	3.11

Kaynak: WFE, www.worldbank.com, (18.03.2023).

Birleşik Arap Emirlikleri'nin 2000-2021 yılları arasında kişi başı milli geliri yükseliş kaydetmiştir. Ülkenin zengin petrol rezervlerine dayalı ekonomisi ve turizm sektöründeki gelişmeler bu artışta etkili olmuştur. Ancak büyüme oranı düşüş yaşamıştır. Bu düşüş, küresel ekonomik dalgalanmalar, petrol fiyatlarındaki dalgalanmalar ve diğer faktörlerden etkilenmiştir. Enflasyon ve işsizlik oranı ise düşük seviyede kalmıştır. Ülkenin sıkı para politikası ve ekonomik istikrar çabaları enflasyonu düşük seviyelerde tutmuştur.

Tablo 3.3. Cezayir Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	1780.376	3.8	0.339163	29.77
2001	1754.583	3	4.225988	27.30
2002	1794.811	5.6	1.418302	25.90
2003	2117.048	7.2	4.268954	23.72
2004	2624.795	4.3	3.9618	17.65
2005	3131.329	5.9	1.382447	15.27
2006	3500.135	1.7	2.311499	12.27
2007	3971.803	3.4	3.678996	13.79
2008	4946.564	2.4	4.858591	11.33
2009	3898.48	1.6	5.73706	10.16
2010	4495.92	3.6	3.911062	9.96
2011	5473.281	2.9	4.524212	9.96
2012	5610.731	3.4	8.891451	10.97
2013	5519.778	2.8	3.254239	9.82
2014	5516.231	3.8	2.916927	10.21
2015	4197.421	3.7	4.784447	11.21
2016	3967.199	3.2	6.397695	10.20
2017	4134.937	1.3	5.591116	10.33
2018	4171.795	1.2	4.26999	10.42
2019	4022.15	1	1.951768	10.49
2020	3337.253	-5.1	2.415131	12.25
2021	3690.628	3.5	7.226063	11.75

Kaynak: WFE, www.wordbank.com, (18.03.2023).

Cezayir ekonomisi petrol ve gaz sektörüne dayalı bir ekonomiye sahiptir. Ancak petrol ve gaz gelirleri kişi başı milli gelire yeterince yansımamıştır. Bu durumun temel nedeni, ülke gelirlerinin büyük ölçüde kamu harcamalarına yönlendirilmesidir. Cezayir ekonomisi, 2000 yılından itibaren kişi başı milli gelirde artış göstermiştir. Büyüme oranı ve enflasyon ise düşük seviyede kalmıştır. İşsizlik oranı ise düşmüş, ancak hala iki haneli rakamlardadır.

Tablo 3.4. Fas Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	1348.05	1.91	1.894635	13.58
2001	1350.712	7.32	0.619802	12.46
2002	1426.958	3.12	2.79562	11.59
2003	1737.064	5.96	1.167734	11.92
2004	1964.08	4.80	1.493444	10.83
2005	2026.026	3.29	0.982642	11.01
2006	2200.966	7.57	3.284762	9.67
2007	2501.222	3.53	2.042085	9.56
2008	2889.221	5.92	3.714843	9.57
2009	2863.597	4.24	0.971863	8.96
2010	2835.218	3.82	0.993557	9.09
2011	3041.146	5.25	0.906925	8.91
2012	2907.449	3.01	1.287122	8.99
2013	3117.515	4.54	1.880655	9.23
2014	3430.55	19.05	0.44231	9.70
2015	3139.244	4.34	1.557907	9.46
2016	3132.945	0.52	1.635311	9.30
2017	3288.502	5.06	0.754663	9.23
2018	3492.673	3.07	1.803917	9.24
2019	3498.574	2.89	0.303386	9.24
2020	3258.121	-7.19	0.705969	11.11
2021	3795.38	7.93	1.401959	10.54

Kaynak: WFE, www.wordbank.com, (18.03.2023).

Fas ekonomisi tarım ve hizmet sektörlerine dayalı bir ekonomiye sahiptir. 2000 yılından itibaren kişi başı milli gelirden bir yükseliş kaydetmiştir. Büyüme oranı ise dalgalanmalar göstererek dönemsel olarak büyüme ve küçülme yaşamıştır. Enflasyon oranı düşük seviyelerde seyretmiştir ve işsizlik oranı ortalama %10 civarında kalmıştır.

Tablo 3.5. Irak Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Cari Hesap Oranı	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	1963.723	16.92	-	4.978962	8.75
2001	1422.831	1.76	-	16.37408	8.84
2002	1254.162	-8.20	-	19.31669	8.89
2003	809.8457	-36.66	-	33.61621	8.85
2004	1314.763	53.38	-	26.96191	8.60
2005	1740.668	1.67	-3335400000	36.95948	8.72
2006	2253.547	5.65	2681400000	53.23096	8.65
2007	3099.592	1.89	15519330000	-10.0675	8.65
2008	4504.508	8.23	28440300000	12.66285	8.48
2009	3686.402	3.38	-1128500000	6.873615	8.40
2010	4430.426	6.40	6488300000	2.877747	8.25
2011	5736.899	7.55	26126000000	5.801455	8.13
2012	6437.503	13.94	29541000000	6.089096	7.96
2013	6612.902	7.63	16092482324	1.879498	9.26
2014	6215.986	0.20	15855500000	2.235974	10.59
2015	4416.943	4.72	-2761814222	1.39333	10.73
2016	4305.203	13.79	2157940000	0.556521	10.82
2017	4725.194	-1.82	14892456000	0.184059	13.02
2018	5601.467	2.63	34369500000	0.367441	14.06
2019	5621.182	5.51	15762600000	-0.19897	15.11
2020	4332.304	-11.32	-6197600000	0.574163	16.23
2021	4775.377	2.78	24563400000	6.041865	16.17

Kaynak: WFE, www.worldbank.com, (18.03.2023).

Irak, büyük ölçüde petrole dayalı bir ekonomiye sahiptir. Irak ekonomisi 2000 yılından itibaren kişi başı milli gelirde bir yükseliş kaydetmiştir. Ancak büyüme oranı dalgalanmalara sahne olmuştur. Enflasyon oranı düşük seviyelere indiği görülmektedir. İşsizlik oranı ise düşüş kaydetmiştir.

Tablo 3.6. İran Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	1672.023	5.85	14.47675	11.58
2001	1902.948	2.39	11.27425	12.30
2002	1910.477	8.08	14.33593	12.80
2003	2259.516	8.64	16.46801	11.50
2004	2751.793	4.34	14.76151	10.30
2005	3226.614	3.19	13.43312	11.81
2006	3736.178	5.00	10.0159	11.52
2007	4838.004	8.16	17.34104	10.77
2008	5623.912	0.25	25.41051	10.63
2009	5602.556	1.01	13.55155	12.11
2010	6458.574	5.80	10.08936	13.68
2011	8201.582	2.65	26.29339	12.49
2012	8329.002	-3.75	27.25681	12.27
2013	6280.682	-1.52	36.60304	10.60
2014	5757.543	4.98	16.60655	10.68
2015	4990.937	-1.42	12.48468	11.17
2016	5497.243	8.82	7.245425	12.62
2017	5758.591	2.76	8.044924	12.23
2018	3873.995	-2.25	18.01412	12.19
2019	3277.876	-2.66	39.90735	10.74
2020	2746.42	3.33	30.59414	9.69
2021	4091.209	4.72	43.38902	10.82

Kaynak: WFE, www.wordbank.com, (18.03.2023).

İran ekonomisi, ana gelir kaynağı olarak petrol ve gaz ihracatından elde edilen geliri kullanmaktadır. Kişi başı milli gelir yavaş bir büyüme gösterirken, büyüme oranı düşüş kaydetmiştir. Enflasyon oranı yükseliştir ve son yıllarda aşırı yükseldiği görülmektedir. İşsizlik oranı ise iki haneli seviyelerde ve önemli bir ekonomik sorun olarak devam etmektedir.

Tablo 3.7. İsrail Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Cari Hesap	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	21630.75	8.67	-2056400000	1.053575	11.10
2001	20909.43	0.33	-2031500000	1.153505	11.81
2002	19035.1	-0.11	-1290600000	5.756579	12.89
2003	19627.18	1.39	634800000	0.725765	13.51
2004	20557.08	4.78	2352700000	-0.41173	13.03
2005	21223.94	4.13	4540100000	1.312661	11.34
2006	22494.64	5.58	6966700000	2.060804	10.71
2007	25633.64	6.03	5485900000	0.459816	9.38
2008	30173.36	3.25	2690200000	4.557214	7.70
2009	28317.04	0.88	7489400000	3.340312	9.53
2010	31266.61	5.67	8246600000	2.716641	8.48
2011	34354.72	5.56	4548000000	3.478573	7.14
2012	33156.23	2.59	982700000	1.689482	6.86
2013	36941.84	4.42	8720900000	1.576212	6.21
2014	38259.68	3.92	13119800000	0.486496	5.89
2015	36206.52	2.49	16137700000	-0.63439	5.25
2016	37690.47	4.52	12739700000	-0.54603	4.80
2017	41114.78	4.28	13205400000	0.244953	4.22
2018	42406.85	4.07	10979500000	0.817324	4.00
2019	44452.23	4.16	14747200000	0.844129	3.80
2020	44846.79	-1.86	22486100000	-0.58843	4.33
2021	52170.71	8.61	21090000000	1.492288	4.32

Kaynak: WFE, www.worldbank.com, (18.03.2023).

İsrail, yenilikçilik, yüksek teknoloji sektörü ve ihracata dayalı bir ekonomiye sahiptir. 2000-2021 yılları arasında İsrail, kişi başı milli gelirde bir yükseliş kaydetmiş ve istikrarlı bir büyüme oranı sergilemiştir. Cari hesapta bir artış görülmüştür. Enflasyon oranı düşük seviyelerde kalmıştır. İşsizlik oranı ise düşüş göstermiştir.

Tablo 3.8. Katar Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Cari Hesap	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	27494.77	4.69	-	1.650335	0.84
2001	25836.27	3.90	-	1.471334	0.85
2002	27151.03	7.18	-	0.24	0.85
2003	31440.22	3.72	-	2.264565	0.86
2004	40792.28	19.22	-	6.799337	0.86
2005	52468.45	7.49	-	8.814395	0.87
2006	59978.86	26.17	-	11.83581	0.87
2007	64706.99	17.99	-	13.75816	0.52
2008	79811.6	17.66	-	15.05015	0.31
2009	60733.98	11.96	-	-4.86328	0.31
2010	73021.31	19.59	-	-2.42526	0.45
2011	92993	13.38	52123601586	1.138366	0.56
2012	98041.36	4.73	62000183150	2.315349	0.48
2013	97630.83	5.56	60460989011	3.221978	0.28
2014	93126.15	5.33	49409890110	3.349721	0.20
2015	66984.91	4.75	13750824176	1.814077	0.17
2016	58467.24	3.06	-8269505495	2.676592	0.15
2017	59407.7	-1.50	6425549451	0.394879	0.14
2018	66264.08	1.23	16652197802	0.255815	0.11
2019	62637.28	0.77	4259890110	-0.66664	0.10
2020	52315.66	-3.64	-2985714286	-2.54032	0.14
2021	66838.36	1.59	26319230769	2.304466	0.17

Kaynak: WFE, www.wordbank.com, (18.03.2023).

Katar ekonomisi büyük ölçüde doğal gaz ve petrol sektörlerine dayalıdır. Katar ekonomisi, 2000 yılından itibaren kişi başı milli gelir ve büyüme oranında 2011 yılına kadar bir yükseliş kaydetmiş, ancak 2012 itibarıyla düşüş yaşamıştır. Cari hesap, 2011 yılı itibarıyla düşüş göstermiş, ancak hala fazla vermiştir. Enflasyon oranı ise 2008 yılına kadar yüksek seviyelere ulaşmıştır. İşsizlik oranı ise oldukça düşük seviyelerde kalmıştır.

Tablo 3.9. Kuveyt Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Cari Hesap Oranı	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	19490.84	4.69	14672132907	1.812946	0.80
2001	17516.68	0.21	8323614606	1.3	0.80
2002	18627.63	3.01	4264689770	0.88845	1.10
2003	22782	17.33	9424132295	0.96135	1.30
2004	27601.4	10.24	15507974211	1.248564	1.70
2005	36144.99	10.61	30070547945	4.142976	1.49
2006	42967.14	7.51	45311775629	3.057013	1.30
2007	45732.05	5.99	41330130543	5.48495	1.50
2008	55601.28	2.48	60239349741	10.58271	1.75
2009	37904.23	-7.08	28972202232	4.609595	1.64
2010	39213.54	-2.37	36989237366	4.496403	1.82
2011	49006.58	9.63	66145829374	4.839403	2.03
2012	51277.66	6.63	79122068568	3.255146	2.32
2013	47760.94	1.15	69492793731	2.682297	2.62
2014	43234.82	0.50	53965916438	2.908927	2.90
2015	29310.52	0.59	8584241437	3.271702	2.20
2016	27030	2.93	641706077	3.198398	2.16
2017	29263.09	-4.71	7757168972	2.171833	2.20
2018	32007.52	2.43	24049115228	0.543133	2.16
2019	30667.35	-0.55	30254864182	1.091848	2.16
2020	24300.33	-8.86	22029709990	2.10173	3.33
2021			34943331016	3.423629	2.82

Kaynak: WFE, www.worldbank.com, (18.03.2023).

Kuveyt ekonomisi büyük ölçüde petrol ve gaz sektörüne dayalıdır. 2000 yılı itibarıyla kişi başı milli gelir yükseliş kaydetmiştir. Büyüme oranı dalgalı bir seyir izlemiştir. Enflasyon oranı düşük seviyelere inmiştir. Ancak, enflasyon oranı zaman zaman dalgalanmalar gösterebilmektedir. İşsizlik oranı ise oldukça düşük seviyelere inmiştir.

Tablo 3.10. Libya Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Cari Hesap Oranı	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	7424.203	3.68	-	-2.9	19.81
2001	6465.24	-1.76	-	-8.81394	19.81
2002	3789.205	-0.96	-	-9.79765	19.75
2003	4738.828	13.02	-	-2.19115	19.57
2004	5823.638	4.46	-159726914	-2.19757	19.61
2005	8107.959	11.87	-183546382	2.650206	19.49
2006	10060.14	6.50	-172814379	1.459269	19.49
2007	11158.51	6.23	-223159911	6.250988	19.44
2008	13921.47	-0.16	-354304954	10.36073	19.43
2009	9561.067	-4.40	-277191423	2.4599	19.41
2010	11611.26	5.03	-853418361	2.799895	19.31
2011	7783.831	-50.34	-1258598622	15.51848	19.45
2012	15764.92	86.83	-1674844201	6.059804	19.03
2013	12589.45	-18.00	-1042787198	2.605818	19.46
2014	9408.768	-23.04	-642544588	-	19.61
2015	7867.572	-0.84	171113281	-	19.52
2016	7944.827	-1.49	-276040465	-	19.52
2017	10529.27	32.49	-565563644	-	19.29
2018	11838.01	7.94	-674092299	-	19.45
2019	10542.15	-11.20	-653403372	-	19.61
2020	7568.042	-23.93	-	-	20.34
2021	6357.196	31.37	-	-	20.61

Kaynak: WFE, www.worldbank.com, (18.03.2023).

Libya ekonomisi doğal gaz ve petrole dayalı bir ekonomiye sahiptir. Kişi başı milli gelir istikrarlı bir şekilde az dalgalanma göstermiştir. Büyüme oranı ise çok dalgalı ve istikrarsız bir şekilde gerçekleşmiştir. Cari hesap açığı yüksek seviyelere ulaşmıştır. Enflasyon oranı ise çok dalgalı ve işsizlik oranı yüksek seviyelerde kaydedilmiştir.

Tablo 3.11. Lübnan Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Cari Hesap Oranı	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	3994.861	1.34	-	-	8.32
2001	4021.177	3.84	-	-	8.19
2002	4307.101	3.42	-4540835503	-	8.09
2003	4458.109	3.23	-5138387089	-	7.99
2004	4625.304	6.68	-4405595914	-	7.85
2005	4630.009	2.69	-2748000878	-	8.29
2006	4665.963	1.55	-1116363496	-	8.70
2007	5162.033	9.31	-1604778256	-	8.98
2008	5957.697	9.07	-4102657996	-	7.67
2009	7149.791	10.23	-6740936422	1.195097	6.35
2010	7695.245	7.98	-7552051024	3.983479	6.84
2011	7914.11	0.87	-5523546175	4.971486	7.38
2012	8500.181	2.56	-10316751674	6.581474	7.83
2013	8255.209	3.83	-11959785597	4.82102	8.28
2014	7665.38	2.48	-12615309907	1.854604	8.77
2015	7802.751	0.46	-8541780207	-3.74915	9.26
2016	8172.299	1.55	-10473958019	-0.78336	9.72
2017	8679.897	0.78	-12133902089	4.321352	10.21
2018	9225.845	-1.70	-13366895811	6.076989	10.73
2019	8985.572	-7.16	-11264596490	3.005389	11.30
2020	5599.958	-21.40	-2995464145	84.86433	12.97
2021	4136.146	-7.00	-2985222279	154.7561	12.50

Kaynak: WFE, www.wordbank.com, (18.03.2023).

Lübnan ekonomisi finans, turizm, tarım ve inşaat sektörlerine dayanmaktadır. 2000 yılından sonra kişi başı milli gelirden bir yükseliş kaydedilmiştir. Büyüme oranı ise düşüş göstermiş, özellikle son yıllarda negatif büyüme yaşanmıştır. Cari hesap ise 2002 sonrasında çok dalgalı ve negatif bir seyir izlemiştir.

Tablo 3.12. Mısır Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Cari Hesap Oranı	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	1398.86	6.37	-971000000	2.683805	8.98
2001	1327.097	3.54	-388400000	2.269757	9.26
2002	1144.532	2.39	622400000	2.737239	10.01
2003	1056.937	3.19	3743300000	4.507776	10.91
2004	1016.254	4.09	3921700000	11.27062	10.32
2005	1133.105	4.47	2102800000	4.869397	11.05
2006	1332.339	6.84	2635400000	7.644526	10.49
2007	1586.473	7.09	411600000	9.318969	8.80
2008	1941.9	7.16	-1414600000	18.31683	8.52
2009	2212.218	4.67	-3349300000	11.7635	9.09
2010	2509.772	5.15	-4503800000	11.26519	8.76
2011	2645.623	1.76	-5483900000	10.06493	11.85
2012	3059.135	2.23	-6972000000	7.111729	12.60
2013	3088.891	2.19	-3533700000	9.46972	13.15
2014	3196.861	2.92	-5954500000	10.07022	13.10
2015	3370.382	4.37	-17243300000	10.37049	13.05
2016	3331.612	4.35	-20493900000	13.81361	12.45
2017	2315.897	4.18	-7939700000	29.50661	11.77
2018	2407.087	5.31	-7698166088	14.40147	9.85
2019	2869.577	5.56	-10221895259	9.1528	7.85
2020	3398.801	3.57	-14235956909	5.044933	7.94
2021	3698.835	3.33	-18610768182	5.214049	7.40

Kaynak: WFE, www.worldbank.com, (20.03.2023).

Mısır ekonomisi tarım, turizm, inşaat, sanayi ve petrol doğalgaz dayalıdır. 2000 yılı sonrası kişi başı milli gelir yükseliş kayıtlı etmiştir. Büyüme oranı ise düşüş yaşamıştır. Cari hesap açığı yükseliş gerçekleşmiştir. Enflasyon ve işsizlik oranı dalgalı kayıtlı etmiştir.

Tablo 3.13. Suudi Arabistan Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Cari Hesap	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	8795.261339	5.63	14316800000	-1.124994779	4.57
2001	8337.320551	-1.21	9353446133	-1.120944775	4.62
2002	8380.959295	-2.82	11873093333	0.247186514	5.27
2003	9321.803874	11.24	28047946667	0.612194395	5.56
2004	10935.01659	7.96	51925973333	0.515506767	5.82
2005	13462.76305	5.57	89990240000	0.479230398	6.05
2006	14848.60206	2.79	98934039964	2.209024079	6.25
2007	15756.19362	1.85	93329453236	4.167823301	5.73
2008	18944.85735	6.25	132322211945	9.870247913	5.08
2009	15064.63128	-2.06	20954610933	5.057223147	5.38
2010	17958.94899	5.04	66750991975	5.339416806	5.55
2011	22262.61366	10.00	158545217067	5.826216088	5.77
2012	23878.58529	5.41	164763650842	2.866268875	5.52
2013	23716.26062	2.70	135442398957	3.532524707	5.60
2014	23543.56634	3.65	73758204317	2.236290315	5.72
2015	19977.79469	4.11	-56723789494	1.206073222	5.60
2016	19300.05001	1.67	-23842752835	2.068840361	5.60
2017	20138.14633	-0.74	10464291863	-0.83819458	5.89
2018	23318.73817	2.51	71971861033	2.45814158	6.03
2019	22430.23823	0.33	38229872563	-2.093333333	5.64
2020	19539.56581	-4.14	-22814248436	3.44545826	7.45
2021	23185.87079	3.24	44323517249	3.063289889	6.69

Kaynak: WFE, www.worldbank.com, (20.03.2023).

Arabistan, petrol geliriyle ülkenin gelirinin büyük bir payını oluşturmaktadır. Son dönemde diğer sektörlerle de yatırım yapmaktadır. 2000 yılından sonra kişi başı milli gelirde artış gözlemlenmektedir. Büyüme oranı dalgalı bir seyir izlemiştir. Cari hesap dalgalı ve fazla vermektedir. Enflasyon oranı dalgalı ve düşük seviyelerde kalmıştır. İşsizlik oranı ise tek haneli rakamlarda ve az bir artış göstermiştir.

Tablo 3.14. Suriye Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Cari Hesap	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	4941.853	0.68	1061000000	-3.84615	9.60
2001	5187.206	1.05	1221000000	3	11.63
2002	5276.065	3.95	1440000000	-0.13051	10.95
2003	5433.642	7.20	752000000	5.796829	10.28
2004	6241.058	6.90	591500000	4.433141	9.57
2005	7221.644	6.22	299000000	7.240349	8.87
2006	7914.771	5.05	919800000	10.02411	8.17
2007	8695.844	5.67	459575955	3.90771	8.42
2008	10155.97	4.48	471951981	15.74533	10.94
2009	10288.15	5.91	-1029525248	2.920897	8.14
2010	11304.64	5.19	-367388473	4.397414	8.61
2011	2971.282	2.85	-	4.753164	8.63
2012	1910.605	-26.34	-	36.7023	8.86
2013	993.7399	-26.30	-		8.86
2014	1071.234	-10.31	-		8.74
2015	857.4979	-4.18	-		8.72
2016	664.3417	-6.41	-		8.77
2017	862.3191	-0.72	-		8.75
2018	1104.392	1.39	-		8.75
2019	1116.679	1.22	-		8.74
2020	533.3852	-3.87	-		10.01
2021					9.82

Kaynak: WFE, www.worldbank.com, (20.03.2023).

Suriye ekonomisi tarım, petrol, sanayi ve turizm gibi çeşitli sektörlerle dayalıdır. 2000- 2011 yılları arasında kişi başı milli gelir artış gösterirken, savaşın etkisiyle 2011 sonrasında düşüş yaşanmıştır. Büyüme oranı düşük seviyelere inmiş ve negatif bir seyir izlemiştir. Cari hesapta da düşüş yaşanmıştır. Enflasyon oranı ise yükseliş göstermiştir. İşsizlik oranı ise yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir.

Tablo 3.15. Tunus Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Cari Hesap	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	2170.482	4.71	-821488066	2.962308	14.94
2001	2207.68	3.80	-840473687	1.983333	14.40
2002	2292.537	1.32	-746061146	2.721033	14.55
2003	2693.109	4.70	-730485399	2.712592	14.51
2004	3029.768	6.24	-441762124	3.63228	14.23
2005	3106.656	3.49	-299283200	2.017786	12.87
2006	3279.164	5.24	-619372288	3.225253	12.51
2007	3677.942	6.71	-916917594	2.966944	12.36
2008	4200.316	4.24	-1711248030	4.345028	12.44
2009	4029.387	3.04	-1233748681	3.664903	13.29
2010	4241.012	2.97	-2104443202	3.33898	13.05
2011	4361.896	-2.05	-3385748280	3.240028	18.33
2012	4233.895	4.22	-3721384859	4.611844	17.63
2013	4308.227	2.43	-3878661667	5.316235	15.93
2014	4398.574	3.09	-4463103951	4.625551	14.26
2015	3960.975	0.97	-3923736698	4.437371	15.16
2016	3796.168	1.12	-3783414286	3.629399	15.56
2017	3569.756	2.24	-4222408217	5.308848	15.33
2018	3577.124	2.59	-4616855149	7.307592	15.46
2019	3477.884	1.50	-3390569446	6.720075	15.13
2020	3497.681	-8.62	-2533496502	5.634151	16.37
2021	3807.139	4.32	-2780959992	5.70635	16.26

Kaynak: WFE, www.wordbank.com, (20.03.2023).

Tunus ekonomisi hizmet sektörüne dayalıdır. 2000 yılı sonrası kişi başı milli gelir yükseliş kayıt etmiştir. Büyüme oranı ise az düşüş yaşanmıştır. Cari hesap düşüş gösterirken ancak açık yaşanmıştır. Enflasyon oranı ise az yükseliş yaşanmıştır. İşsizlik oranı ise yükseliş kayıt etmiştir.

Tablo 3.16. Umman Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Cari Hesap	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	8321.394	6.55	3129401300		4.066
2001	8191.513	4.48	2082444733	-0.81667	4.11
2002	8380.039	-1.10	1941222367	-0.27958	4.218
2003	8896.903	-2.67	1453836151	0.231329	4.255
2004	10030.44	1.29	876566970	0.624969	4.197
2005	12357.7	2.49	5177529259	1.909836	4.191
2006	14533.73	5.37	5664395319	3.544986	4.156
2007	16151.28	4.45	2462158648	5.830484	4.189
2008	22974.28	8.20	5018985696	12.37541	4.14
2009	17937.98	6.11	-501061529	3.46881	4.058
2010	22552.2	1.71	4634013727	3.25658	4.007
2011	24166.1	2.89	8845124415	4.042189	3.865
2012	24722.64	8.86	7819215214	2.947735	3.658
2013	23563.94	5.23	5203645498	1.045528	3.602
2014	23121.21	1.29	4205464184	1.022343	3.55
2015	18777.43	5.02	-10953998389	0.06529	3.384
2016	17082.21	5.05	-12504613717	1.109208	3.27
2017	17802.58	0.30	-10848830823	1.597161	2.573
2018	19887.57	1.29	-4001889013	0.881302	1.8
2019	19132.15	-1.13	-4020275760	0.133795	1.85
2020	16707.62	-3.38	-12306580183	-0.90387	2.94
2021	19509.47	3.09	-4288219680	1.546637	2.512

Kaynak: WFE, www.worldbank.com, (20.03.2023).

Umman ekonomisi büyük ölçüde petrol ve gaz sektörüne dayalıdır. 2000 yılından sonra kişi başı milli gelirden bir yükseliş kaydetmiştir. Büyüme oranı az dalgalı bir seyir izlemiş ve düşüş yaşamıştır. Cari hesapta düşüş kaydedilmiş ve özellikle son yıllarda açık verdiği görülmektedir. Enflasyon oranı düşük seviyelerde kalmış ve işsizlik oranının yükseldiği görülmektedir.

Tablo 3.17. Ürdün Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Cari Hesap	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	1673.358	4.25	27581390	0.666881	13.7
2001	1738.342	5.27	-24030934	1.772204	14.7
2002	1816.406	5.78	501306214	1.832994	15.3
2003	1889.438	4.16	1198530228	1.63	14.5
2004	2062.696	8.57	39195475	3.361868	14.578
2005	2216.945	8.15	-2271235045	3.493685	14.8
2006	2478.292	8.09	-1725938857	6.251725	14
2007	2643.168	8.18	-2874692560	4.743906	13.1
2008	3415.965	7.22	-2054052823	13.97123	12.7
2009	3618.893	5.02	-1243195603	-0.73907	12.9
2010	3914.701	2.31	-1881948409	4.845519	12.5
2011	4152.494	2.74	-2956017204	4.162442	12.9
2012	4386.462	2.43	-4711237324	4.51523	12.2
2013	4477.618	2.61	-3503873260	4.824623	12.6
2014	4255.894	3.38	-2608028169	2.899479	11.9
2015	4064.253	2.50	-3469788732	-0.87685	13.08
2016	4003.405	1.99	-3851830986	-0.77843	15.28
2017	4073.116	2.47	-4392816901	3.323894	18.12
2018	4146.407	1.92	-2962760563	4.462311	18.26
2019	4205.564	1.93	-773366197	0.761514	16.8
2020	4042.769	-1.57	-2505535211	0.333294	19.21
2021	4103.259	2.23	-4030422535	1.346094	18.444

Kaynak: WFE, www.wordbank.com , (20.03.2023).

Ürdün ekonomisi hizmet, sanayi, tarım ve madencilik gibi çeşitli sektörlerle dayalıdır. 2000 yılından sonra kişi başı milli gelirde bir düşüş kaydedilmiştir. Büyüme oranında da düşüş gözlemlenmiş ve cari hesap açığı artmıştır. Enflasyon oranı az dalgalı ancak düşük seviyelerde kalmıştır. İşsizlik oranı ise yükselmiştir.

Tablo 3.18. Yemen Ekonomik Durumu 2000-2021 Yıllar arası

Yıl	Kişi Başı Milli Gelir	Büyüme Oranı	Cari Hesap Oranı	Enflasyon	İşsizlik Oranı
2000	518.1487	6.18	-	4.59	11.558
2001	515.14	3.80	-	11.91159	11.718
2002	543.961	3.94	-	12.23853	11.845
2003	583.3912	3.75	-	10.83236	11.977
2004	669.1034	3.97	-	12.5151	12.103
2005	785.4511	5.59	624145917	11.81126	12.21
2006	867.7829	3.17	205720000	10.8448	12.371
2007	956.2306	3.34	-1508330000	7.905118	12.498
2008	1153.536	3.65	-1251290000	18.97626	12.623
2009	1045.805	3.87	-2527417759	5.407761	12.75
2010	1249.063	7.70	-1054136270	11.17483	12.826
2011	1284.618	-12.71	-527366574	19.54356	13.249
2012	1349.99	2.39	-334617316	9.885387	13.165
2013	1497.748	4.82	-1530489957	10.96844	13.264
2014	1557.601	-0.19	-1488253311	8.104726	13.47
2015	1488.416	-27.99	-3026024546	-	13.783
2016	1069.817	-9.38	-2418960821	-	13.407
2017	893.7166	-5.07	-	-	13.25
2018	701.7149	0.75	-	-	13.076
2019	-	-	-	-	12.978
2020	-	-	-	-	13.575
2021	-	-	-	-	13.887

Kaynak:WFE, www.worldbank.com , (20.03.2023).

Yemen ekonomisi tarım, petrol ve gaz, sanayi ve hizmet sektörüne dayalıdır. 2000 yılından 2014'e kadar yükselme kaydetmiş, 2014 yılından sonra ise düşüş yaşanmıştır. Büyüme oranı sonrasında düşük seviyelere inmiş ve negatif bir seyir izlemiştir. Cari hesap açığı, enflasyon ve işsizlik oranı yükseliş göstermiştir.

Genel değerlendirdiğimizde MENA ülkeleri arasında Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri (BAE), Katar ve İsrail ekonomik olarak daha güçlüdür. Bölgedeki diğer ülkeler ise farklı seviyelerde ekonomik güce sahiptir ve zaman içinde değişebilir. Ancak Suriye, Yemen, Libya, Tunus ve Mısır gibi siyasi istikrarsızlık ve çatışmalar gibi kendine özgü sorunlar nedeniyle zayıf ekonomik performans göstermiştir.

Türkiye ile MENA ülkeleri arasında çeşitli alanlarda işbirliği ve ilişkiler sürdürmektedir. Bu ilişkiler ekonomik, politik, kültürel ve güvenlik alanlarda daha çok yoğunlaştığı görülmektedir. Ayrıca Tarihi, coğrafi, dini ve stratejik bakımından yakın olması bu ilişkileri daha güçlenmektedir.

Ekonomi, siyasi yapı, doğal kaynaklar, kültür, tarih ve coğrafi yakınlık gibi faktörler, zaman zaman özellikle dini inançlar açısından otoritelerce vurgulanmıştır. Türkiye, Avrupa ekonomi ve siyasi yapısına sahip olma vizyonu ile dolayısıyla dış ticareti MENA ülkeleri ile göz ardı edilmiş veya yetersiz kalmıştır. MENA ülkeleri, Türkiye ile benzer tarımsal ürünler üretebilirken, Türkiye de ihtiyacı olan petrol ve petrol ürünlerini MENA ülkelerinden temin edebilmektedir.¹⁰³ Bu nedenle, Türkiye ile MENA ülkeleri arasındaki işbirliği pek çok faktörle güçlendirilebilecek potansiyele sahiptir. Ancak MENA ülkeleri Türkiye için sermaye piyasasında ciddi rakipler olabilir.

3.2. Türkiye ve MENA Ülkelerinin Vadeli İşlem Piyasasının Karşılaştırmalı Analizi

Gelişmekte olan ülkelerin serbest piyasaya açılması sonucunda yabancı sermaye girişi sağlanmıştır. Yabancı sermayenin girişiyle birlikte bu ülkelerin risk yönetimi kavramı daha da önem kazanmıştır. Çünkü gelişmekte olan ülkelerin düzenleme ve finansal yapıları yetersiz olduğundan dolayı finansal sistemlerinde risk artışı gözlenmiştir.

19 yüzyılın başlarında gelişmekte olan ülkelere türev piyasalarının gelişimi başlamıştır. Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) bölgesinde ise bazı ülkeler türev borsalarını kurmuştur. Diğer gelişmekte olan ülkeler ise gelişmiş ülkelerin izinden gitme sürecindedir. Bankacılık ve finansal hizmet faaliyetlerinin piyasa yapısı, tüm makro ekonominin istikrarının bağlı olduğu sadece birkaç büyük finansal kurumda toplanmış durumdadır. Yerel finansal piyasalar genellikle zayıf, likit olmayan ve BT altyapısından yoksundur. Ayrıca, ciddi derecede değişkenlik göstererek yerel kurumların risk yönetimini etkin bir şekilde yapmasını daha da zorlaştırmaktadır.

¹⁰³ H. KIYAK, *Türkiye'nin Dış Ticaret Yapısı ve Ortadoğu Ülkeleri İle Dış Ticaret İlişkileri*, Marmara Üniversitesi Ortadoğu Araştırma Enstitüsü, İstanbul, 2005, s.43

Birçok gelişmekte olan piyasa ekonomisinde, ileriye dönük borsaların oluşturulması için uzun vadeli planlar yapılıyor. IMF tarafından yayınlanan Aralık 2002 tarihli Küresel Finansal İstikrar Raporu, para birimi, sabit getirili, öz sermaye bağlantılı ve kredi türevlerini içeren gelişmekte olan finansal türev piyasalarını inceledi. Genel olarak, gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde yerel finansal türev piyasaları, hem mutlak büyüklükte hem de nakit piyasalarına göre büyük farklılıklar gösteriyor. Son on ila on beş yılda, finansal türev ürünlerinin hızlı genişlemesi, 1990'larda küresel sınır ötesi sermaye akışlarının artışına önemli katkı sağladı. Finansal türevler, döviz, faiz oranı, piyasa, kredi ve likidite gibi geleneksel sınır ötesi yatırım araçlarıyla ilişkili riskleri ayrıştırarak yatırımcıların maruz kaldığı riskleri azaltır. Bu sayede, riskleri yönetmek için daha iyi donanımına sahip olan yatırımcılardan, riskleri istemeyen yatırımcılara doğru yeniden dağılırlar. Sonuç olarak, sınır ötesi yatırımlar daha çekici hale gelir, net sermaye akışlarının artmasına ve portföy çeşitlendirmesi için daha fazla fırsatın ortaya çıkmasına yol açar.¹⁰⁴

MENA ülkelerin vadeli işlem piyasası MENA bölgesindeki sermaye piyasaları, geleneksel olarak finansal fonların yönlendirilmesinde daha az öneme sahip olmuştur. Ticari bankacılık sistemi oldukça gelişmiş olduğundan, fon çekme ve dağıtma konusunda öncü rol oynamıştır. Fas ve Suudi Arabistan dışında, MENA hisse senedi piyasaları 1950'lerde daha belirgin hale gelmiştir.¹⁰⁵

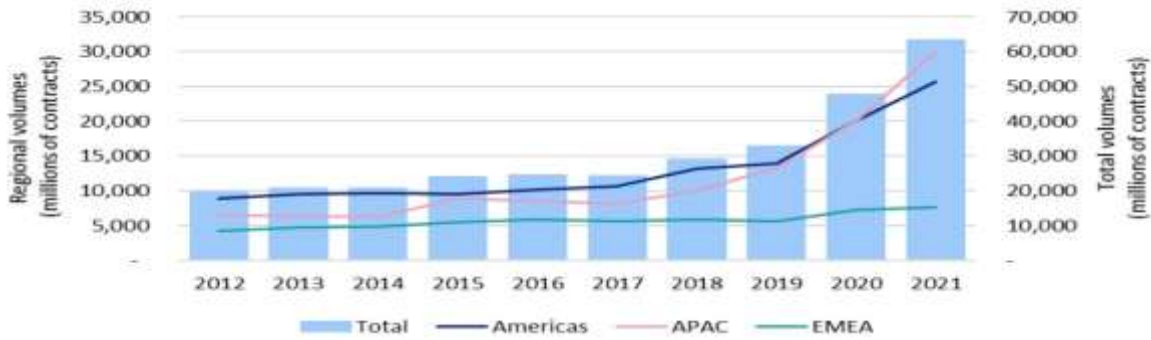
MENA ülkelerinin finansal sisteminin istikrarını sağlamaya yönelik siyasi yapı ve hükümet politikaları zayıf, tutarsız ve az gelişmiştir. Bu piyasalar, mevcut olayların ve kargaşanın kısa vadeli etkisini dengelemek ve absorbe etmek için sık sık hükümet müdahaleleriyle karakterize edilir. Bu nedenle, bankalar ve diğer finansal kuruluşlar, ülkelerinde yüksek derecede siyasi etkiye sahiptir. Bu ülkelerde, karmaşık araçların değerlendirilmesinde ve risklerin raporlanmasında finansal gelişmişlik, gelişmiş ülkelere kıyasla daha zayıftır. Muhasebe ve denetim standartları piyasadan piyasaya büyük farklılıklar göstermektedir. Ayrıca, finansal varlık yönetimi ve düzenleyici kurum denetçileri, finansal

¹⁰⁴ LIEN ve ZHANG, **a.g.m**, 2008, S.40-42

¹⁰⁵ Simon NEAİME, “Volatilities in emerging MENA stock markets”. Thunderbird International Business Review, 2006, 48(4), 455-484. S.458

risklerin tanımlanması, ölçülmesi, yönetimi ve kontrolü için daha az eğitimli yöntemlere sahiptir.

Bu ülkelerde, çoğu makroekonomik değişken için yeterli tarihsel ve güncel veri tabanları bulunmaması, etkili ve bütünüleyici bir risk yönetimi sürecinin takip edilememesine neden olmaktadır.¹⁰⁶



Grafik 3.1. Borsada İşlem Gören Türevlerin Hacimleri

Kaynak: WFE: Dünya Borsalar Federasyonu, <https://www.world-exchanges.org/>, (10.04.2023)

Dünya Borsalar Federasyonu verilerine göre, 50 borsadan oluşan katılımcılar arasında 2020'ye kıyasla işlem gören hacimlerde %33'lük bir artış gerçekleşmiş ve yılda rekor sayıda 63,24 milyar türev sözleşmesi işlem görmüştür (33,88 milyar opsiyon ve 29,35 milyar vadeli işlem). Bu, son 10 yılda %221,1'lik bir artışı temsil etmektedir ve yıllık ortalama %13,8'lik bir büyüme oranı kaydetmiştir.

Bahreyn, Birleşik Arap Emirlikleri, Cezayir, Fas, Filistin, Irak, İran, İsrail, Katar, Kuveyt, Libya, Lübnan, Mısır, Suudi Arabistan, Suriye, Tunus, Umman, Ürdün ve Yemen ülkeleri kapsamaktadır.

¹⁰⁶, M. A. AL JANABİ , “Derivatives securities in emerging MENA markets: Structuring lessons from other financial markets”. *Journal of Banking Regulation*, 2012, 13, 73-85.

Tablo 3.19. Mena Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasasının Piyasa Değer 2000-2008
(Milyon \$)

Mena Ülkelerinin Borsaları/Yıl	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bahreyn Borsası	6624.35	6599.5	-	9626.79	13540.85	17364.82	21122.39	27088.35
Abu Dhabi Menkul Kıymetler Borsası	-	-	-	25347.04	55491.91	122644	71052.48	120690.7
Dubai Finansal Piyasası	-	-	-	-	-	-	-	5514.35
Tel Aviv Menkul Kıymetler Borsası	66742.92	57655.94	42131.47	70169.06	91856.25	122577.9	161731.7	235056.4
Tahran Menkul Kıymet Borsası	26685.66	7381.24	11760.56	27544.17	42600.42	36440.22	36314.58	43885.01
Katar Menkul Kıymetler Borsası	-	-	-	-	-	-	-	-
Kuveyt Borsası	19459.9	22633.51	31460.22	60951.56	72903.66	103720.3	107063.2	-
Beyrut Menkul Kıymetler Borsası	1554.26	1228	1326.45	1417.74	2206.29	4809.84	8143.96	10745.91
Mısır Borsası	-	-	-	-	-	-	93496.4	139273.8
Amman Menkul Kıymetler Borsası	-	-	-	-	-	-	-	40838.46
Borsa İstanbul	69710.92	48387.99	36043.97	67896.91	56556.83	159997.2	160875.1	284530.8
Filistin Menkul Kıymetler Borsası	453.1	512.32	418.35	461.18	777.42	3161.51	1933.36	1753.31

Kaynak: WFE, <https://statistics.world-exchanges.org/> , (14.03.2023)

Tablo 3.19 verilerine göre, 2000-2007 yılları arasında genel bir bakışta en yüksek hisse senedi piyasa değerine sahip borsa Borsa İstanbul olmuştur. İkinci sırada ise Tel Aviv Menkul Kıymetler Borsası yer almıştır. En düşük hisse senedi piyasa değerine sahip olan ise Filistin Menkul Kıymetler Borsası olmuştur.

Tablo 3.20. Mena Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasasının Piyasa Değer 2008-2015
(Milyon \$)

Mena Ülkelerinin Borsaları/Yıl	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bahreyn Borsası	19947.35	16262.63	20059.73	16589.95	-	18627.48	22067.53	19251.07
Abu Dhabi Menkul Kıymetler Borsası	68810.33	80194.71	77289.81	63355.75	67950.51	109638.71	113739.99	111936.73
Dubai Finansal Piyasası	38543.92	58049.25	54200.95	30370.9	33377.41	70686.09	87858.94	83937.38
Tel Aviv Menkul Kıymetler Borsası	107706.44	188733.9	227614.01	156938.65	161855.48	203301.35	200524.99	243903.68
Tahran Menkul Kıymet Borsası	48712.71	59183.54	86641.52	107089.65	90995.75	345776.63	113858.13	87245.91
Katar Menkul Kıymetler Borsası	76615.14	-	-	-	-	152576.2	185860.3	142556.5
Kuveyt Borsası	-	-	-	-	-	-	-	96113.49
Beyrut Menkul Kıymetler Borsası	9583.57	12849.82	12697.35	9047.14	-	10668.22	11328.15	11380.95
Mısır Borsası	85978.07	91207.34	84276.83	48849.67	59181.97	61629.65	70083.65	55191.87
Suudi Arabistan Borsası (Tadawul)	-	318733.68	353409.59	338873.29	373374.75	467365.78	483115.51	421060.07
Amman Menkul Kıymetler Borsası	35894.7	31826.65	30864.42	27183.02	26967.48	25764.43	25554.86	25452.41
Borsa İstanbul	117584.35	231676.45	302443.14	197074.46	315197.54	226071.68	256248.91	188861.89
Filistin Menkul Kıymetler Borsası	1820.56	2375.36	2449.9	2782.47	2859.14	3247.48	3187.26	3339.2

Kaynak: WFE, <https://statistics.world-exchanges.org/> , (14.03.2023)

Tablo 3.20 verilerine göre, 2008-2019 yılları arasında genel bir bakışta en yüksek hisse senedi piyasa değerine sahip borsa Suudi Arabistan olmuştur. İkinci sırada ise Tel Aviv Menkul Kıymetler Borsası yer almıştır. En düşük hisse senedi piyasa değerine sahip olan ise Filistin Menkul Kıymetler Borsası olmuştur.

Tablo 3.21. Mena Ülkelerinin Hisse Senedi Piyasasının Piyasa Değer 2016-2022 (Milyon \$)

Mena Ülkelerinin Borsaları/Yıl	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Bahreyn Borsası	19369.32	21706.18	21862.75	26882.28	24608.09	28688.2	30262.31
Abu Dhabi Menkul Kıymetler Borsası	120976.7	124529.2	137617.5	144599	202173.9	442774.2	714802.6
Dubai Finansal Piyasası	92236.03	107574.7	93760.02	102219.8	92658.01	112287.3	158759.7
Tel Aviv Menkul Kıymetler Borsası	215007.3	231048.8	187466.4	237371.2	262061.9	362118.5	269637.3
İran Fara Borsası Menkul Kıymetler Borsası	16508.3	17850.83	26912.22	67995.77	321172.6	247496.5	265469.7
Tahran Menkul Kıymet Borsası	101008.3	106328.8	143548.2	320671.2	1218392	1260733	1423439
Katar Menkul Kıymetler Borsası	154892	130610.1	163047.4	160050.7	165393.8	-	-
Kuveyt Borsası	-	-	-	118141.9	105986.8	136620.5	152683
Beyrut Menkul Kıymetler Borsası	12122.53	11491.77	9675.18	7735.8	6702.77	10577.28	-
Mısır Borsası	32118.41	46546.1	42005.55	44199.85	41351.18	48731.45	38852.96
Suudi Arabistan Borsası (Tadawul)	448938.9	451378.8	496353.2	2406820	2429102	2671331	2638591
Amman Menkul Kıymetler Borsası	24553.07	23968.56	22740.04	21036.39	18205.66	21855.68	25429.04
Borsa İstanbul	157812.8	227505.8	149263.6	184966.1	237473.6	138395.2	330011
Filistin Menkul Kıymetler Borsası	3390.12	3891.49	3734.92	3757.5	3446.91	4407.12	4896.18

Kaynak: WFE, <https://statistics.world-exchanges.org/> , (14.03.2023)

Tablo 3.21 verilerine göre, 2016-2022 yılları arasında genel bir bakışta en yüksek hisse senedi piyasa değerine sahip borsa Suudi Arabistan olmuştur. İkinci sırada ise Tel Aviv Menkul Kıymetler Borsası yer almıştır. En düşük hisse senedi piyasa değerine sahip olan ise Filistin Menkul Kıymetler Borsası olmuştur.

Tablo 3.22. Mena Ülkelerinin Tahvil Piyasa değeri 2000-2007 (Milyon \$)

Borsalar / Yıl	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Abu Dhabi Menkul Kıymetler Borsası	0	0	0	0	0	0	0.02	1.65
Bahreyn Borsası	0.08	405807.5	0	281.22	0.03	438.99	0	0
Beyrut Menkul Kıymetler Borsası	0	0	0	0	7.61	2.67	0	0
Borsa İstanbul		88871.96	150485.2	257999.1	256897.5	528177.4	411511.6	531644.2
Tahran Menkul Kıymet Borsası	0	0	0	0	0	0	0	40.21
Suudi Arabistan Borsası (Tadawul)	0	30537.62	39032.55	40389.99	53694.91	71303.95	100585.4	207951.2
Mısır Borsası	0	0	0	0	0	0	0	4342.57

Kaynak: WFE, <https://statistics.world-exchanges.org/> , (14.03.2023)

Tablo 3.22 verilerine göre, 2000-2007 yılları arasında genel bir bakışta en yüksek tahvil piyasa değerine sahip borsa istanbul olmuştur. İkinci sırada ise Suudi Arabistan Borsası yer almıştır. En düşük hisse senedi piyasa değerine sahip olan ise Abu Dhabi Menkul Kıymetler Borsası olmuştur.

Tablo 3.23. Mena Ülkelerinin Tahvil Piyasa değeri 2008-2015 (Milyon \$)

Borsalar / Yıl	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Abu Dhabi Menkul Kıymetler Borsası	55.03	50.85	115.59	0	38.49	82.22	14.54	38.93
Amman Menkul Kıymetler Borsası	0.86	3.59	0.2	0.78	0	2.87	0.03	1.2
Bahreyn Borsası	0	0	0	0	0	0	0	0
Beyrut Menkul Kıymetler Borsası	0	0	0	0	0	0	0	0
Borsa İstanbul	334872.7	416488.3	438148.1	456695	454964.1	425026.8	263410.8	156377.4
Dubai Finansal Piyasası	7.04	0	0	0	50.71	0	0	0
İran Fara Borsası Menkul Kıymetler Borsası	0	0	0	0	0	0	0	0
Katar Menkul Kıymetler Borsası	0	0	0	0	0	0	858.12	3248.27
Suudi Arabistan Borsası (Tadawul)	0	7.31	115.68	482.43	118.91	60.54	28.8	120.67
Tahran Menkul Kıymet Borsası		0.58	0	0	246.4	786.7	565.55	1055.56
Tel-Aviv Menkul Kıymetler Borsası	248484.9	254391.8	213259.6	230314.9	259573.9	293361.6	249212.1	241162.5
Mısır Borsası	3633.46	7402.46	10938.12	5200.24	6019.25	4135.25	9399.37	11327.39
Tunus Menkul Kıymetler Borsası	0	0	0	71.13	0	46.75	63.76	281.55

Kaynak: WFE: Dünya Borsalar Fedrasyonu, <https://www.world-exchanges.org/>, (20,04,2023)

Tablo 3.23 verilerine göre, 2008-2015 yılları arasında genel bir bakışta en yüksek tahvil piyasa değerine sahip olan Tel-Aviv Menkul Kıymetler Borsası olmuştur. İkinci sırada ise İstanbul Borsası yer almıştır. En düşük hisse senedi piyasa değerine sahip olan ise Amman Menkul Kıymetler Borsası olmuştur.

Tablo 3.24. Mena Ülkelerinin Tahvil Piyasa değeri 2016-2022

Borsalar / Yıl	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Abu Dhabi Menkul Kıymetler Borsası	1.22	0.53	0	0	0	0	0
Amman Menkul Kıymetler Borsası	0	2.63	4.53	1.2	0.37	2.17	31.26
Bahreyn Borsası	167.42	22.78	1.49	0.9	1.06	0.29	0.53
Beyrut Menkul Kıymetler Borsası	0	0	0	0	0	0	0
Borsa İstanbul	157927.1	159496	122281.1	113276.2	95828.04	52294.91	82223.16
Dubai Finansal Piyasası	0	0	0	0	0	0	0
İran Fara Borsası Menkul Kıymetler Borsası	7025.69	7251.53	12072.69	15200.52	68618.56	21831.57	2116376
Katar Menkul Kıymetler Borsası	835.08	1241.91	2901.65	1123.03	2737.97	0	0
Suudi Arabistan Borsası (Tadawul)	108.11	7.45	150.27	1347.99	10004.8	8068.51	3190.35
Tahran Borsası	4155.17	2204.91	3016.23	2208.25	3626.98	9904.21	21183.93
Tel-Aviv Borsası	228306.8	248019	232159.7	241425	307668	298842.2	232115.7
Mısır Borsası	4135.89	1013.82	3523.01	11398.2	24017.92	34598	25498.99
Tunus Borsası	39.33	99.31	61.59	0.78	53.95	20.81	67.34

Kaynak: WFE: Dünya Borsalar Fedrasyonu, <https://www.world-exchanges.org/>, (20,04,2023)

Tablo 3.24 verilerine göre, 2016-2022 yılları arasında genel bir bakışta en yüksek tahvil piyasa değerine sahip olan Tel-Aviv Menkul Kıymetler Borsası olmuştur. İkinci sırada ise İstanbul Borsası yer almıştır. En düşük hisse senedi piyasa değerine sahip olan ise Amman Menkul Kıymetler Borsası olmuştur.

3.3. MENA Ülkelerinde Vadeli İşlem Piyasasının Karşılaştığı Sorunlar

1980'lerin ortalarından bu yana, hem gelişmiş hem de yükselen piyasa ekonomilerinde faaliyet gösteren türev borsalarının sayısı birkaç kat arttı. Gelişmekte olan piyasalarda vadeli işlem piyasası, risk transfer kapasiteleri, daha düşük işlem maliyetleri ve kamuya açık bilgilere erişilebilirlik gibi türev alım satım faaliyetlerinin kurulmasından önemli faydaları sağlayabilir.¹⁰⁷ Bu dönemde gelişen piyasalar türev işlem piyasasında önemli rol oynamıştır.

¹⁰⁷ M.A.M. AL JANABİ, “On the inception of sound derivative products in emerging markets: Real-world observations and viable solutions”. *Journal of Financial Regulation and Compliance* , 2006, 14(2): 151–164. G. TSETSEKOS, and P. VARANGİS, **The Structure of Derivatives Exchanges: Lessons from Developed and Emerging Markets**. Washington DC: World Bank, Development Economics Department. Policy Research Working Paper No. 1887. 1997. G. TSETSEKOS, and VARANGİS, “P Lessons in structuring derivatives exchanges”. The World Bank Research Observer, 2000, 15(1): 85–98

MENA ülkelerinde zayıf düzenlemeler ve finansal altyapıyla nitelendirilse de, türev menkul kıymetlerin tasarımı ve işlem yapılması için bazı gelişmeler kayıt etmiştir.

Son yirmi yılda, MENA ülkeleri finans sektöründe bir liberalleşme dalgası yaşadı. Faiz oranı tavanları, yüksek rezerv gereksinimleri ve finansal durumu geliştiren yönlendirilmiş kredi programları gibi bankacılık sistemi üzerindeki hükümet kısıtlamalarının kaldırılması beklentisiyle bu bölgede finansal sektörde önemli değişiklikler oldu.¹⁰⁸

Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) bölgesinde, bazı ülkeler zaten türev borsaları kurmuş durumda ve bazıları da diğer gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerin ayak izlerini takip etme sürecindedir. Örneğin, Kuzey Afrika bölgesinde, Mısır halihazırda bir türev piyasası başlatmıştır ve Fas da benzer bir piyasa kurma sürecindedir. Ancak bazı Mena ülkeleri türev ürünler mevcut değildir veya yeni gelişmeye başlanmıştır. Bu piyasada yabancıların piyasaya girişi ancak son on yılda serbestleştirilmiştir. Bu ülkelerde hükümetlerin ekonomik faaliyetlere önemli ölçüde dahil olması nedeniyle piyasa yapıcılar eksiktir.¹⁰⁹ Diğer bir ifadeyle, bu ülkelerde serbestleşme süreci hızı oldukça düşük kalmıştır.

Bu ülkelerin sermaye piyasaları, genellikle Asya veya Latin Amerika gelişmekte olan piyasalara göre daha az gelişmiş olarak algılanır ve bazı kurumsal geri kalmışlıklardan etkilenir.¹¹⁰

MENA ülkeleri, vadeli işlem piyasaları yeni geliştirme çabası içersindedir. Bu ülkelerde, bankacılık ve finansal hizmet faaliyetlerinin piyasa yapısı, tüm makro ekonominin istikrarının bağlı olduğu sadece birkaç büyük finansal kurumda toplanmıştır.¹¹¹ Bu durum iki yönden değerlendirilebilir. Birisi finansal kurumların birkaç kurumda yoğunlaşması risk yönetim açısından uygun olmayabilir. Kurumların güç dengelerini dağıtılması ve adil bir

¹⁰⁸ S. BEN NACEUR, S. GHAZOUANI, M. ORMAN,, “Does stock market liberalization spur financial and economic development in the MENA region”. *Journal of Comparative Economics*, 2008, 36 (4), 673–693.

¹⁰⁹ T., LAGOARDE-SEGOT, & B. M. LUCEY, “Efficiency in emerging markets—Evidence from the MENA region”. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2008, 18(1), 94-105.S.96

¹¹⁰ C. HENRY, R. SPRİNGBORG, “Globalization and the Politics of Development in the Middle-East ” Cambridge University Press. 2004.

¹¹¹ M. A. AL JANABİ, “Derivatives securities in emerging MENA markets: Structuring lessons from other financial markets”. *Journal of Banking Regulation*, 2012, 13, 73-85.

şekilde diğer kurumların yayrılması gerekmektedir. Böylece finansal fonksiyonların etkin çalışmasına katkı sağlayabilir.

Ancak bu ülkelerin yerel finansal piyasaları genellikle zayıf, düşük likit ve BT altyapısından yoksun olup, ciddi derecede değişkenlik gösterir. Bu durum yerel kurumların riskleri etkin bir şekilde yönetmelerini daha da zorlaştırır. Finansal sistemin istikrarını sağlamaya yönelik siyasi yapı ve hükümet politikaları zayıf, tutarsız ve az gelişmiştir. Bu piyasalar sık sık hükümet müdahaleleriyle karakterize edilir ve mevcut olayların ve kargaşanın kısa vadeli etkilerini dengelemek ve absorbe etmek için bu müdahalelere ihtiyaç duyarlar. Bu nedenle, bankalar ve diğer finansal kuruluşlar kendi ülkelerinde yüksek derecede siyasi etkiye sahip olabilir, ancak bağımsız düzenleme ve denetleme ihtiyaçlarının anlaşılması ve kabulü sınırlı düzeydedir.¹¹² Sorunların çözülmesi ciddi reformların ve düzenlemeler gerekebilir. Ancak hükümet müdahalesi finansal sistemi ve vadeli işlem piyasalarının düzenli, düzgün ve şeffaf bir şekilde çalışması ile sınırlı kalabilir. Diğer bir ifade ile serbestleşme sürecinde hükümetler sadece finansal alt yapısını temin edimekle sorumludur.

Vadeli işlem piyasaları gelişimi engelleyen dış faktörlerde bulunmaktadır. Bölgenin borsalarının az gelişmiş olmasının nedeni birkaç faktörden kaynaklanmaktadır. Bu faktörler arasında en önemlisi, Orta Doğu ve Afrika'nın dünya genelinde doğrudan yabancı yatırımın (FDI) hala küçük bir payını çekmesidir. Bu durum, bölgenin ekonomik potansiyelinin tam olarak değerlendirilemediğini göstermektedir. Bunun yanı sıra, kriz öncesi yaşanan borsa çöküşleri de yatırımcıların güvenini sarsan bir etken olmuştur. Örneğin, Mısır'daki yatırımcılar, 1997-1998'de Doğu Asya finans krizinin hızlandırdığı kendi borsa çöküşü nedeniyle büyük zararlar yaşamışlardır. Benzer şekilde, gelişmekte olan piyasalardaki mali kriz de etkilerini göstermiş ve yatırımcıların tedirginliğine neden olmuştur.¹¹³ Finansal piyasaları etkileyen faktörler aynı zamanda vadeli işlem piyasalarında etkilendiğini söylebiliriz.

Bu ülkelerde Açığa satış yasa dışı olmaya devam ediyor ve bilgi açıklama gereklilikli düşük kalmıştır (Lagoarde-Segot, Lucey,2008; 96).¹¹⁴ Ancak, MENA borsaları son on yılda başarılı bir şekilde yeniden canlandırıldı ve borsalarının nispeten az gelişmiş olması, birçok

¹¹² M. A. AL JANABİ, *a.g.m.*, 2012, 13,S. 73-85.

¹¹³ A. ASSAF, "MENA stock market volatility persistence: Evidence before and after the financial crisis of 2008" Research in International Business and Finance, 2016, 36, 222-240. S.5

¹¹⁴ T. LAGOARDE-SEGOT, & B. M. LUCEY, *A.g.m.*, 2008, 94-105.

MENA borsasını alım satım altyapılarını ve sistemlerini yükseltme konusunda motive kaynağı oldu.¹¹⁵

Bu ülkelerde özel sermaye ve portföy akışları nispeten sınırlı kalmıştır ve MENA finansal sistemleri, diğer gelişmekte olan piyasalara kıyasla nispeten şeffaf değildir. Bölge içi ve uluslararası portföy yatırımları, esas olarak sermaye akışının önündeki engelleri kaldıran ve yerel mali piyasanın operasyonel çerçevesini güçlendirmeye yardımcı politikaların uygulanmıştır.¹¹⁶ Bu ülkelerin sermaye piyasasının gelişimini etkin çalışabilmesi için tüm finansa kanallarını, kurumları ve araçları etkin çalışması gerekmektedir.

MENA ülkeleri bir diğer yönden bakıldığında karmaşık araçların işlem görmesi ve risklerin raporlanması konusundaki finansal gelişmişliği, gelişmiş ekonomilere göre daha zayıf ve daha az titizdir. Ayrıca, muhasebe ve denetim standartları piyasadan piyasaya büyük farklılıklar göstermektedir. Finansal varlık yönetimi ve düzenleyici kurum denetçileri, finansal risklerin tanımlanması, ölçülmesi, yönetimi ve kontrolüne yönelik ileri yöntemler konusunda daha az eğitilmiş olabilirler.¹¹⁷ Dolayısıyla bu ülkelerde finansal sisteminin düzgün çalışabilmesi, zincirler şeklinde birbiriyle bağlı olan finansal kuruluşlar düzgün çalışması gerektirebilir. Bu nedenle mevduat düzenlemelerin gelişmesi gerekmektedir.

Ayrıca MENA ülkelerinde iyi veritabanları olmadan çok az gerçek ilerleme kaydedilebilir ve bu veritabanlarının derlenmesi büyük çaba gerektirebilir. Piyasaların ana göstergelerinin çoğu için yeterli güncel ve tarihsel veritabanları olmadan risk yönetimi sistemlerinin kurulması ve işletilmesi pahalıdır. Bu ülkelerin makro ekonomik değişkenlerinin çoğu için yeterli tarihsel ve güncel veri tabanlarının bulunmaması, etkili ve bütünüleyici bir risk yönetim sürecinin lojistiğini karmaşıktırabilir.¹¹⁸ Teknolojinin ilerlemesi ile birlikte büyük verilerin saklanması olanağı da getirebilir. Teknoloji yetersizliği ortadan kaldırılarak vadeli işlem piyasalarının gelişimine hız kazandırabilir.

¹¹⁵ A. ASSAF, *A.g.m.*, 2016, S.5

¹¹⁶ S. NEAİME, “Financial crises and contagion vulnerability of MENA stock markets”, *Emerging Markets Review* 2002, 27, 14-35.S.2

¹¹⁷ M. A. AL JANABİ, *a.g.m.*, 2012, 13,S. 78

¹¹⁸ M. A. AL JANABİ, *a.g.m.*, 2012, 13,S. 78

3.4. MENA Ülkelerin Vadeli İşlem Piyasalarının Entegrasyon Durumu

MENA pazarları (Fas, Mısır, Ürdün ve Türkiye) arasında zayıf bir entegrasyon ve MENA pazarları ile gelişmiş pazarlar (ABD, İngiltere ve Fransa) arasında güçlü bir entegrasyon buluyor. Mali piyasaların yabancı yatırımcılara açılması, bazıları tarafından ulusal çıkarlara yönelik bir tehdit olarak algılanırken, destekçileri uygun şekilde düzenlendiği takdirde avantajların dezavantajlardan daha çok oluşu savunmaktadır. Finansal sektörün henüz gelişmediği ekonomilerde, finansal açıklık, gelişmiş ekonomilerin deneyimlerini de beraberinde getirebilir. Daha fazla finansal açıklık sağlanarak, farklı yerlerden yabancı yatırımcıların getirdiği çeşitli deneyimler sayesinde yerel finansal sektör gelişecektir.

Orta Doğu ve Kuzey Afrika ekonomileri, yatırım seviyelerinin nispeten düşük olması ve doğal olarak büyük makroekonomik dalgalanmaların etkisi altında olmaları nedeniyle zorluklarla karşılaşmaktadırlar. Ancak, siyasi istikrarsızlıkla birleştiğinde, bu ekonomilerin özellikle iyileştirilmiş finansal aracılık ile uluslararası finansal entegrasyon süreçlerinden en fazla kazançlı çıkanlar olduğu görülüyor. Bu süreçler, sermayenin daha etkin bir şekilde kullanılmasına ve yatırımların artmasına yardımcı olabilir.¹¹⁹ Aslında, bu ülkelerin altyapıları yeni geliştiği için bir yandan tehdit oluştururken, diğer yandan da fırsatlar sunmaktadır. Bu fırsatları finansal araçlar aracılığıyla ekonomiye katkı sağlayabilecek alanlara yönlendirmek ve türev ürünleri kullanarak riskleri yönetmek, istikrarlı bir ekonomiye ulaşmayı mümkün kılar.

Finansal entegrasyonun ekonomik büyüme üzerindeki etkisi konusunda politika yapımcılar ve akademisyenler arasında yoğun bir tartışma devam etmektedir. Bazı gelişmekte olan ülkeleri etkileyen finansal krizlere rağmen, finansal entegrasyonun uzun vadeli faydalarına dair ampirik kanıtlar mevcuttur. Finansal olarak daha fazla bütünleşmiş ekonomiler, ortalama olarak, kişi başına düşen GSYİH ve refahtaki iyileşmeler açısından daha az bütünleşmiş ekonomilere göre daha iyi performans sergilemiştir.¹²⁰ Finansal piyasaların daha fazla entegrasyonu, vadeli işlem piyasasını daha etkin bir hale getirebilir. Bu entegrasyon sayesinde, piyasada ürün çeşitliliği artar ve riskin yayılması gibi faktörler ekonomiye katkıda bulunabilir.

¹¹⁹ S. NEAİME, “Financial market integration and macroeconomic volatility in the MENA region: an empirical investigation” *Review of Middle East Economics and Finance*, 2005, 3(3), 59-83. S.232

¹²⁰ S. NEAİME, *A.g.m.*, 2005, S.232

1980'lerin başından bu yana, Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) bölgesindeki parasal ve mali gelişmeler zayıflık belirtileri gösterdi. Küresel ekonomik görünümdeki bozulmalar, bölgesel siyasi gerilimlerle birleştiğinde, bölgede halihazırda kötüleşen parasal ve mali ortamın artmasına ve derinleşmesine katkıda bulunuyor. Bu bağlamda, MENA içinde daha fazla parasal ve mali koordinasyon ve işbirliği, hem bölgesel hem de uluslararası finansal piyasalardaki entegrasyonun maliyetleriyle daha iyi başa çıkmak için önemli bir adım olabilir. Bu, bölgenin gelecekte herhangi bir türde parasal veya mali krizi önlemesi için geliştirilebilen bir yaklaşımdır.¹²¹ Bu nedenle, ekonominin ve finansal piyasaların esnekliğini artırabilir ve olası ekonomik ve finansal şoklardan daha iyi bir şekilde kurtulma olanağı sağlayabilir.

3.5. Kriz Döneminde MENA Ülkeleri Vadeli İşlem Piyasaları

Subprime piyasasında başlayan 2007 Amerika Birleşik Devletleri (ABD) mali krizi, 1927 Büyük Buhranı'ndan bu yana dünya çapındaki en şiddetli ekonomik krize dönüştü. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri ciddi bir şekilde etkilenmiştir. Özellikle Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) bölgesi, borsalarındaki hızlı düşüşlere ve GSYİH büyüme oranlarını olumsuz etkiledi. Kriz yayılımı bu ülkelerde kriz riskine karşı risk yönetim daha da gerekliliğini önemini vurgulamıştır. Vadeli işlem piyasası gelişimi ile ülkedeki oluşabilecek finansal riskleri en aza indirgeyebilir. Bu nedenle MENA ülkeleri 2008 dünya krizinden olumsuz etkilendiğini vadeli işlem piyasalarının gelişimi daha da önemi ortaya koymuştur.

Ayrıca, son küresel mali kriz döneminde, Mısır, Ürdün, Fas, Kuveyt ve BAE gibi ülkelerin sermaye piyasalarında, gayrimenkul balonunun oluşumuyla birlikte daha fazla küresel mali entegrasyonun kırılma noktalarını artırabileceğini ve sistematik risklerin ortaya çıkabileceğini göstermiştir.¹²² Bu ülkeler daha önce ekonomi durumlarını tablolar ile bahs ettiğimiz gibi ciddi bir şekilde krizden olumsuz etkilenmiştir.

Dünyadaki diğer mali piyasalar üzerinde zararlı bir etkiye sahip olmuş ve hisse senedi fiyatlarında derin düşüşlere neden olmuştur. Ayrıca, 2010 Yılında Arap baharı devriminin neden olduğu siyasi istikrarsızlık ve terörizm, MENA finansal piyasaları üzerinde önemli bir

¹²¹ S. NEAİME, A.g.m, 2005, S.251

¹²² S. NEAİME, “ The global financial crisis, financial linkages and correlations in returns and volatilities in emerging MENA stock markets”. Emerging Markets Review, 2012, 13(3), 268-282.S.279

etkiye yaratmıştır. 2008–2009 ve 2014–2015 petrol krizleri, petrol fiyatlarındaki sert düşüşün yanı sıra, petrol ihraç eden birçok Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkesini kendi ülkelerinde ve diğer Arap ülkelerinde yatırım harcamalarını azaltmaya itmiş ve yatırımcılarının davranışlarını sert bir şekilde etkilemiştir.¹²³

Küresel kriz, farklı kanallar aracılığıyla Orta Doğu ve Afrika (MENA) bölgesine de sıçramıştır. Bu kanallardan bazıları finansal piyasalar, ham petrol piyasası ve küresel varlık piyasalarındaki Arap yatırımlarıydı. Aynı zamanda turizm, Arap işçilerin havale geliri ve bölgenin özellikle Kuzey Afrika menşeli ve Avrupa'ya yönelik petrol dışı ihracatı gibi faktörler de etkilenmiştir. Kriz, MENA bölgesinin ekonomik dengesini olumsuz yönde etkilemiş ve bu nedenle bölgedeki birçok sektörü etkilemiştir.¹²⁴ Komşu ülkeler ekonomi ve finansal piyasaları birbiryle bağıllık derecesi yüksek olması kriz yayılmasına hız vermiştir. Bu kriz MENA ülkeleri dahil bir çok ülkelere ekonomi ve finans dersler vermiştir. Altyapılarının yetersizliği, denetim mekanizmalarının aksak çalışması, kredi derecelendirme kuruluşlarının az sayıda bulunması, zayıf düzenlemeler gibi bir çok sorunları göz onunde getirmiştir.

Kriz döneminde, petrol üreten MENA ülkelerindeki kurumsal yönetim, risk yönetimi ve ihtiyatlı denetim, genellikle daha fazla finansal entegrasyon ve daha az hükümet müdahalesi ruhuyla kasıtlı olarak finansal sistemlerin hızlı dönüşümüne ayak uydurmakta başarısız oluyordu. Finansal gelişmeler, hızlı ve kuralsızlaştırılmış küresel ve bölgesel finansal entegrasyonun olumsuz sonuçlarını göstermiştir.¹²⁵ Bu durum, finansal piyasaların entegrasyonunun getirdiği bir diğer olumsuz yönüdür ve krizin yayılmasını araç olmuştur.

Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) bölgesi, "Arap Baharı" olarak bilinen siyasi kargaşaya şahit oldu. 2010'un sonlarında Tunus'ta başlayan bu protestolar hızla Fas, Libya, Mısır, Bahreyn, Yemen ve Suriye gibi diğer Arap ülkelerine yayıldı. Bu devrimci dalga bazı ülkelerde hükümet değişikliklerine ve siyasi reformlara yol açarken, diğerlerinde yeni yasal çerçevelerin oluşturulmasını ve yeni politikaların ve düzenlemelerin uygulanmasını beraberinde getirdi. Ancak, bölgedeki siyasi belirsizlik ve riskler arttıkça, yatırımcı güveni

¹²³ Y. TRİCHİLLİ, M. ABDELHÉDİ, & M. BOUJELBÈNE ABBES “Googling investor’s sentiment: powerful measure in conventional and Islamic MENA financial markets” *International Economic Journal*, 2018, 32(3), 454-469. S.455

¹²⁴ A. ASSAF, **A.g.m**, 2016, S.7

¹²⁵ S. NEAİME, **A.g.e**, 2012, S.279

azaldı ve kredi temerrüt takası (CDS) yayılımı genişledi.¹²⁶ Bu dönemde, sermaye kıtlığı yaşayan MENA ekonomileri için, performansın hala temel olarak faktör birikimi tarafından yönlendirildiği düşünülmektedir. Bu nedenle, uluslararası finansal piyasalardan yararlanmak, bölgedeki ekonomiler için bir zorunluluk olarak kalmaktadır. Bu bağlamda, bölgeye doğrudan yabancı yatırımların ve portföy yatırımlarının geliştirilmesi için önemli çabalar harcanmaya devam etmektedir.¹²⁷

Vadeli işlemlerin gelişmesi tüm ekonomik birimlerinin dolaylı ve direkt etkiye sahip olanları tümü bu süreçte gelişmesi gerekmektedir. Piyasanın daha derinleşmesi katılımcıların sayısında artması gerekmektedir. Katılımcıların sayısı artması içinde ülkedeki finansal piyasa bilinirliği seviyesi yükselmesi gerekmektedir.

Dünya krizi atlatıldıktan sonra, krizin bıraktığı sorunları ve henüz çözülmediği mesleleri ortaya koymuştur. Küresel mali krizin ardından, birkaç MENA ülkesi önemli mali ve ekonomik yavaşlamalar yaşadı. MENA borsaları düşüş yaşadı, emlak varlık fiyatları düştü, özel sektöre verilen krediler azaldı ve özel sermaye akışları kurudu. GSYİH büyüme oranları negatif yönde etkilendi, devlet tahvillerindeki marjlar yükseldi ve riskten kaçınma önemli ölçüde arttı. Güney ve Doğu Asya ile Latin Amerika ve Karayipler'deki geçiş halindeki ekonomilere göre, MENA ülkeleri finansal ve ekonomik entegrasyon nedeniyle krizden üç kat daha fazla etkilendi. Bu durum, bazı MENA ülkelerinin finansal entegrasyonun faydalarını sorgulamalarına ve potansiyel zararlı sonuçları göz ardı etmeme eğilimine neden oldu.¹²⁸

Karmaşık finansal araçlar tasarlandı ve ticareti yapıldı, yenilikçi menkul kıymetleştirme teknikleri benimsendi ve uygun olmayan teşvik yapıları getirildi. Tüm bunlar, özellikle BAE gibi bazı durumlarda, yüksek petrol fiyatları ve gelirlerin yol açtığı yüksek likidite ve kredi büyümesiyle birleşen aşırı risk alma ortamında emlak fiyatlarının yapay olarak şişirilmiştir.¹²⁹

¹²⁶ S. GHOSH, “Political transition and bank performance: How important was the Arab Spring?”, J. Comp. Econ. 2016, 44 (2), 372–382.

¹²⁷ S. NEAİME, “Financial crises and contagion vulnerability of MENA stock markets”, *Emerging Markets Review*, 2016, 27, 14-35. S.2

¹²⁸ S. NEAİME, *A.g.e.*, 2012, S.278

¹²⁹ S. NEAİME, *A.g.e.*, 2012, S.279

3.6. MENA Vadeli İşlem Piyasası Ekonomiye Katkısı

Büyüme ve finansal gelişme arasında açık bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Bu konudaki tartışmalar genellikle nedenselliğin yönü üzerinde döner. Schumpeter, Gurley ve Shaw, Goldsmith ve McKinnon gibi bazıları, büyümenin finansal sektörün gelişimiyle desteklenmesi gerektiğini savunmaktadır. Teoriye göre, finans sektörünün gelişimi ekonomik büyümeyi desteklemektedir. Bankaların faaliyetleri tasarruf birikimini artırarak, kaynakların etkin kullanımını sağlayarak ve teknolojik yeniliği teşvik ederek olumlu etkilere sahip olmaktadır.¹³⁰

Çok sayıda çalışma, teorik öngörülere göre finansal gelişme ile büyüme arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Ancak, finansal serbestleşmeyi amaçlayan bazı politika deneyimleri, finansal gelişmeyi ve ekonomik büyümeyi artırmada başarısız olmuştur. Öte yandan Rajan ve Zingales gibi diğerleri, büyümenin finansal sistemin daha fazla gelişmesine yol açtığını ve finansal aracılık sisteminin derinleştirilmesi ve genişletilmesi için teşvikler sağladığını iddia etmektedir. Diğer çalışmalarda ise Gregorio ve Guidotti gibi diğer çalışmalar; Fernandez ve Galetovic, Ram; B. Naceur ve Ghazouani, Andersen ve Tarp ve Favara gibi çalışmalar, finansal gelişme ile ekonometrik çalışmaların sonuçlarının örneğe ve incelenen döneme göre değiştiğini vurgulayarak, geleneksel literatürün düşündüğünden daha az genel olabileceğini öne sürmektedir.¹³¹

¹³⁰ Joseph A. SCHUMPETER, *Theorie der wirtschaftlichen entwicklung*. Leipzig, Germany: Dunker & Humblot, 1912. J. G., GURLEY, & E. S. SHAW "Financial structure and economic development." *Economic development and cultural change*, 1967, 15(3), 257-268. R. W. GOLDSMITH, *Financial structure and development*. New Haven, CT: Yale University Press 1969. McKinnon, Ronald I., A.g.m,1973

¹³¹ R. RAJAN, and L. ZINGALES, **A.g.e**, 1998, J. de, GREGORIO, and P.E. GUIDOTTI: "**Financial Development and Economic. Growth**", WP/92/101, Washington DC: International Monetary Fund. 1992, D. FERNANDEZ et A. GALETOVIĆ "**Schumpeter Might Be Right-But Why? Explaining the Relation between Finance, Development, and Growth**", Johns Hopkins University SAIS Working Paper in International Economics N°, 1994, 96-01. R. RAM "**Financial Development and Economic Growth: Additional Evidence**", *Journal of Development Studies*.1999.35(4), 164-174. S. B. NACEUR, & S. GHAZOUANI, Stock markets, "**Banks and Growth in some Mena region countries**". *Research in International Business and Finance*, 2007, 21(2), 297-315. T. B. ANDERSEN, & F. TARP, "**Financial liberalization, financial development and economic growth in LDCs**". *Journal of International Development: The Journal of the Development Studies Association*, 2003, 15(2), 189-209. G. FAVARA "**An Empirical Reassessment of the Relationship between Financial Development and Economic Growth**", IMF Working paper WP/03/123. 2003.

Levine tarafından yapılan anketlerde kapsamlı bir şekilde finansal gelişimi açıklanmıştır. finansal araçlar bilgi toplama ve işleme maliyetlerini düşürebilir ve böylece kaynakların tahsisini iyileştirebilir. Tüm ekonomik ajanlarda bu tür bilgi iyileştirmesi, ekonomik büyümeyi artırabilir. Ayrıca bankalar, başarılı girişimler başlatma şansı en yüksek olan girişimcileri seçerek teknolojik yenilik oranını da teşvik edebilirler .¹³²

MENA ülkeleri henüz ekonomik güç olarak tam anlamıyla ortaya çıkmamış ve bu bölgedeki finansal gelişmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi hakkında yapılan araştırmalar hala sınırlıdır. Aslında, Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgesindeki ekonomik büyümenin, diğer gelişmekte olan ve gelişmiş pazarlardaki gibi finansal gelişmeye benzer şekilde tepki verip vermediği açık bir konu olarak durmaktadır.¹³³ Ancak teorik bakımından bu ülkelerin vadeli işlem piyasalarının gelişmesi ülkelerin ekonomilerine katkı sağlayabilir.

Hamadi ve Bassil 2015 çalışmasında Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) ülkelerinde hisse senedi piyasalarının ve bankaların ekonomik büyüme üzerindeki etkisini incelemiştir. 1988–2009 dönemi boyunca 13 MENA ülkesinden bir panel verilerini içermektedir. Bu belge, dinamik paneller için geliştirilmiş en son GMM tekniklerini kullanır. Bulgular, hisse senedi piyasalarının ve bankaların sadece istikrar dönemlerinde MENA ülkelerinde ekonomik büyümeyi olumlu yönde etkilediğini göstermektedir.¹³⁴ Başka bir çalışmada Nazlıoğlu ve Ağır 2011 yılı çalışmasında Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) ülkelerinde finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönü incelenmektedir. Çalışma, 1980–2007 dönemi için on beş MENA ülkesini kapsayan bir panel veri analizi yöntemiyle gerçekleştirildi. Elde edilen ampirik sonuçlar, finansal gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki nedenselliğin yönü konusunda finansal gelişmenin tüm ölçümleri için net bir fikir birliği olmadığını ve bulguların ülkeye özgü olduğunu göstermektedir.¹³⁵

¹³² LEVINE, A.g.m, R LEVINE,. "More on finance and growth: more finance, more growth? ", *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, 1997, 85, 31–46. King, Robert G. and Ross Levine, 1993, "Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence", *Journal of Monetary Economics*, 2003, 32,513-542

¹³³ M. GOAİED, & S. SASSI, **Financial development and economic growth in the MENA region: What about Islamic banking development.** Institut des Hautes Etudes Commerciales, Carthage, 2010, 1-23. S.2

¹³⁴ H. HAMADI, and C. BASSİL, "Financial Development and Economic Growth in the MENA Region" *Comparative Economic Studies* 57: 2015, 598-622

¹³⁵ M. KAR, Ş. NAZLIOĞLU, & H. AĞIR, "Financial development and economic growth nexus in the MENA countries: Bootstrap panel granger causality analysis" *Economic modelling*, 2011, 28(1-2), 685-693.

Bir çok çalışma finansal piyasaların gelişimi ile ekonomiye katkı sağlayabilir. Finansal piyasaların gelişimi spot ve vadeli işlem piyasaların gelişimi ile sağlanabilir. Bunun içinde piyasadaki tüm katılımcıların otorite ve düzenlemeler çerçevesinde gelişim sürecine katkı sağlanmalıdır.

3.7. MENA Ülkelerinin SWOT Analizi

Bu çalışmada MENA ülkelerinin vadeli işlem piyasalarını yıllık kuruluş sırasına göre SWOT analizi ile değerlendireceğiz. SWOT analizi, güçlü yönler (strengths), zayıf yönler (weaknesses), fırsatlar (opportunities) ve tehditler (threats) olmak üzere dört yönden yapılan bir değerlendirmedir.

- MENA Vadeli işlem piyasası SWOT Analizi

Güçlü Yönler (Strengths):

1. Uluslararası yatırımcılar ve finansal kuruluşlarla güçlü bağlantıların olması.
2. Vadeli işlem piyasalarının gelişiminin önemliliğinin farkında varılması
3. Güçlü ekonomi potansiyeli; bir çoğunda zengin doğal kaynakları mevcut. Finansal piyasalar için bir teminat niteliğidir.
4. Rekabet etme isteği ve gelişime açıklığı

Zayıf Yönler (Weaknesses):

1. Politik risklerin varlığı
2. Düşük likidite seviyelerinin olması.
3. Finansal okuryazarlık düzeyinin düşük olması.
4. Karmaşık ürünlerin varlığı
5. Katılımcı sayısının düşük olması.
6. Teknoloji yetersizliği
7. Mevduat ve düzenlemelerin yetersizliği

Fırsatlar (Opportunities):

1. Teknoloji gelişmelerinden faydalanma imkanının olması

2. Yatırım düzenlemelerinin geliştirilmesi.
3. Ürün çeşitliliğinin artırılması.
4. Finansal risklerini en aza indirmesi
5. Fiyat keşfi ile ekonomi istikrarı

Tehditler (Threats):

1. Ekonomik dalgalanmalar ve dışsal faktörlerin etkisi.
2. Rakiplerin güçlenmesi ve rekabetin artımı yüksek olması
3. Düzenleyici otoriteler tarafından yapılacak değişikliklerin olumsuz etkileri
4. Vadeli işlemler piyasanın gelişimi ile karmaşık bir finansal ve ekonomide dönüşmesi

MENA ülkelerin vadeli işlem piyasasının gelişimi için atılması adımlar ve gerekli stratejiler geliştirmesi gerekmektedir. Bu ülkeler çoğu zengin kaynakları ile finansal piyasaların gelişimi için teminat ve güven unsuru teşkil etmektedir. Vadeli işlem piyasasının gelişim sürecin fırsatlar yanında tehditlerde beraberinde getirmektedir. Buna göre ülkeler vadeli işlem piyasasının gelişimi için araştırmalar ve piyasa analizleri yapılması gerekmektedir.

3.8. MENA Ülkeleri'nin Vadeli İşlem Piyasasının Gelişimine İlişkin Öneriler

Yeni gelişen ülkeler, özellikle MENA ülkeleri, birçok vadeli işlem piyasasında yeni gelişmelere ve derinleşmelere tanık olmuştur. Bu süreçte, vadeli işlem piyasası gelişimi için katkı sağlayan önemli koşullar bulunmaktadır. Gelişmekte olan piyasalarda türev piyasaların başlatılması, aşağıdaki belirli ön koşulları gerektirebilir:

- Likit ve iyi işleyen nakit piyasalarının yanı sıra, sağlam temellere sahip kredi ve finansal hizmet kurumlarının kurulmasıyla birlikte önemli sayıda tacir, arbitrajcı, spekülâtör ve hedger oluşturulması;

- Bir mülkiyet hakları sistemi ve uygulanabilir ticari sözleşmeler içeren bir yasal çerçevenin varlığı;
- Karşı taraf ve kredi riski risklerini ortadan kaldırmaya yardımcı olacak başarılı bir takas şirketinin geliştirilmesi için yeterli finansal kaynakların yanı sıra yerel yönetim ve politika yapıcılarının desteği gerekmektedir.
- Köklü yabancı türev menkul kıymetler borsalarında benzer rekabet halindeki türev menkul kıymetlerin olmamasıdır.¹³⁶
- Finansal Okuryazarlık: Ülkenin toplumunun finansal okuryazarlık düzeyinin yeterli bir seviyeye ulaşması önemlidir.
- Düzenleyici Reformların Uygulanması: Vadeli işlem piyasalarının gelişimi için gerekli düzenleyici reformların hayata geçirilmesi gerekmektedir.
- Yatırımcı Koruma Haklarının Gelişmesi: Yatırımcıların korunması ve haklarının hukuki olarak güçlendirilmesi vadeli işlem piyasalarının gelişimi için önemlidir.
- Teknoloji Gelişimi: Güçlü bir teknoloji altyapısı ve teknoloji gelişimi, vadeli işlem piyasalarının etkin ve verimli bir şekilde işlemesine katkı sağlar.

Ancak MENA ülkelerinde bir türev piyasanın başarısı, üzerine kurulduğu temellerin bütünlüğüne, benimsenen yapıya ve işlem gören menkul kıymetlerin çeşitliliğine bağlıdır. Ayrıca piyasanın derinliğini artırılması için toplumu yeterli finansal okur yazarlığa ulaşılması gerekmektedir. Bunun yanı sıra teknoloji gelişimi vadeli piyasanın gelişimine katkı sağlanabilir. Bu ülkeler teknoloji gelişimi vadeli işlem piyasasının gelişimini de sağlanabilir. Küçük, orta ve büyük ölçekli şirketlerin vadeli işlem piyasasındaki risk yönetimi ile daha istikrarlı bir performans izleyebilir.

¹³⁶ M. A. AL JANABİ, **A.g.m**, 2012 73-85. S.74

Sonuç ve Değerlendirme

Finansal piyasaları zaman boyutuyla değerlendirirsek, spot piyasası ve vadeli işlem piyasası olarak ayrılmaktadır. Finansal piyasalarının gelişmesi ve büyümesinin ekonomiyi güçlendirebileceği konusunda birçok çalışma bulunmaktadır. Ancak bazı çalışmalar, finans piyasalarının gelişiminin ekonomiyi zayıflattığı sonucuna varmışlardır.

Çalışmada, vadeli işlem piyasasının ekonomiye katkısı hakkında incelenmiştir. Konu ile ilgili birçok çalışmanın gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yapıldığı görülmüştür. Ancak son yirmi yıl içerisinde farklı düzeydeki piyasalarda vadeli işlem piyasalarının gelişmeye başladığı ve bu konuda yapılan çalışmaların oldukça az olduğu tespit edilmiştir. Bu çalışmada, Türkiye ve MENA ülkeleri örneği incelenmiştir.

Türkiye, Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) ülkeleriyle arasında çeşitli alanlarda süregelen işbirliği ve ilişkiler bulunmaktadır. Bu ilişkiler, ekonomi, politika, kültür ve güvenlik alanlarında özellikle yoğunlaşmış durumdadır. Tarihi, coğrafi, dini ve stratejik yakınlık da bu işbirliğini daha da güçlendiren önemli faktörler arasında yer almaktadır. Türkiye'nin hedefinde Avrupa ekonomi ve siyasi yapısına entegre olmak olduğu için, dış ticarete MENA ülkeleriyle olan ilişkileri bazen ihmal edilmiş veya yeterince geliştirilmemiş olabilir. Ancak, bölgedeki bazı MENA ülkeleri finans merkezi olma yolunda ilerlerken, diğerleri de yeni gelişim süreçleri başlatmıştır. Bu durum, bölgedeki rekabetin artış gösterdiği anlamına gelmektedir. Bu bağlamda, bu ülkelerin karşılaşabileceği zorlukları tespit etmek ve bu zorlukları aşmak için önerilerde bulunmak, önemli bir katkı sağlama düşüncesi çalışma motiveasyon kaynakların arasında yer almıştır.

Türkiye'nin ampirik literatürüne değerlendirdiğimizde, farklı dönemlerde ve farklı modellerle yapılan araştırmaların sonuçlarına rastlanmaktadır. Bu çalışmaların büyük bir kısmı, Türk finans sisteminin büyük ölçüde bankacılık sektörüne dayalı olmasından kaynaklı olarak bankacılık sektörüne odaklanmıştır.

Türkiye'de spot piyasası ile vadeli işlem piyasası arasında belirli ilişkiler olduğu ve şirketlerin türev ürün kullanımlarının yetersiz olduğu gözlemlenmiştir. Ancak son zamanlarda türev ürünlerinin kullanım sayısının arttığı ve bu ürünler arasında swap işlemlerinin önemli bir paya sahip olduğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca, döviz piyasası ile türev piyasası arasında çift

yönlü bir ilişkinin olduğu ve para birimlerinin fiyat değişiminin önemli bir etkiye sahip olduğu da bulunmuştur. Bu bulgular, Türkiye'deki finansal piyasalar arasındaki dinamiklerin ve döviz kurlarının belirlenmesinde türev ürünlerin önemini vurgulamaktadır.

Mena ülkeleri ekonomik bazında değerlendirildiğimizde MENA bölgesindeki ülkeler arasında, Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri (BAE), Katar ve İsrail ekonomik olarak daha güçlü konumdadır. Diğer ülkeler ise farklı seviyelerde ekonomik güce sahiptir ve zaman içinde bu durum değişebilir. Ancak Suriye, Yemen, Libya, Tunus ve Mısır gibi ülkeler, kendilerine özgü siyasi istikrarsızlık ve çatışmalar gibi sorunlar nedeniyle zayıf ekonomik performans sergilemiştir. Bu ülkelerdeki iç çatışmalar ve siyasi belirsizlik, ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemiştir.

Ancak bölgedeki borsaların performansına dair bir genel bakışa göre, Suudi Arabistan borsası en yüksek hisse senedi piyasa değerine sahip olan borsa olarak öne çıkmaktadır. İkinci sırada ise Tel Aviv Menkul Kıymetler Borsası yer almaktadır. Diğer yandan, en düşük hisse senedi piyasa değerine sahip olan borsa Filistin Menkul Kıymetler Borsası olarak belirtilmektedir. Tahvil piyasasında ise en yüksek değere sahip olan borsa Tel Aviv Menkul Kıymetler Borsası olarak görülmüştür. İstanbul Borsası ise tahvil piyasa değeri bakımından ikinci sırada yer almaktadır. En düşük tahvil piyasa değerine sahip olan borsa ise Amman Menkul Kıymetler Borsası olmuştur.

Son yirmi yılda, Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) ülkeleri finans sektöründe liberalleşme sürecine girmiştir. Bu süreçte, yeni gelişen piyasaların özellikle vadeli işlem piyasalarını geliştirme çabası içinde olduğu görülmektedir. Ancak bu ülkelerde, bankacılık ve finansal hizmetlerin piyasa yapısı, tüm ekonominin istikrarının sadece birkaç büyük finansal kurumda yoğunlaştığı bir yapıya sahiptir. Bu durum, iki yönden değerlendirilebilir. Birincisi, finansal kurumların sadece birkaç büyük kurumda yoğunlaşması, risk yönetimi açısından uygun olmayabilir. Eğer bu büyük kurumlardan biri veya birkaçı sorun yaşarsa, tüm finansal sistemi etkileyebilecek büyük bir risk ortaya çıkabilir. Bu nedenle, finansal fonksiyonların daha dengeli bir şekilde dağıtılması ve diğer kurumların da etkin bir şekilde yayılması önemlidir. Bu, finansal sistemin istikrarına katkı sağlayabilir. İkinci olarak, piyasa yapısının sadece birkaç büyük finansal kurumda toplanması, güç dengesinin bu kurumlarda yoğunlaşmasına neden olabilir. Bu da diğer kurumların rekabet gücünü olumsuz etkileyebilir

ve adil bir rekabet ortamının oluşmasını engelleyebilir. Bu durumda, finansal piyasaların sağlıklı ve etkin bir şekilde çalışabilmesi için güç dengesinin daha dengeli bir şekilde dağıtılması gerekmektedir.

Bu ülkelerin yerel finansal piyasaları, genellikle düşük likiditeye sahip, zayıf yapıda ve yeterli BT altyapısından yoksun olmaları nedeniyle ciddi değişkenlikler göstermektedir. Ayrıca, bu ülkelerde özel sermaye ve portföy akışları sınırlı kalmış ve MENA finansal sistemleri, diğer gelişmekte olan piyasalara kıyasla göreceli olarak şeffaf değildir. Bu da finansal gelişmişliğin, özellikle karmaşık araçların işlem gördüğü ve risklerin titizlikle raporlandığı gelişmiş ekonomilere göre daha zayıf olduğu anlamına gelir. Ek olarak, iyi veritabanlarının olmaması, finansal karar alma süreçlerini olumsuz etkileyebilir ve finansal istikrarı sağlamak için gereken verilerin eksikliğine yol açabilir.

MENA pazarları iyileştirilmiş finansal aracılık ve uluslararası finansal entegrasyon süreçlerinden en fazla kazanç sağlayanlar, sermayenin daha etkin kullanılmasına ve yatırımların artmasına yardımcı olabilir. Finansal olarak daha bütünleşmiş ekonomiler, ortalama olarak kişi başına düşen GSYİH ve refahtaki iyileşmeler açısından daha az bütünleşmiş ekonomilere göre daha iyi performans sergilemiştir. Bu nedenle, bölgedeki ekonomik aktörlerin finansal entegrasyonu güçlendirmek ve iyileştirmek için çaba göstermeleri önemlidir.

Küresel mali kriz döneminde ise Mısır, Ürdün, Fas, Kuveyt ve BAE gibi ülkelerin sermaye piyasalarında ve gayrimenkul sektöründe oluşan balonlar, daha fazla küresel mali entegrasyonun kırılganlıklarını artırarak ve sistematik risklerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Aynı zamanda, 2010'da Arap Baharı'nın neden olduğu siyasi istikrarsızlık ve terörizm, MENA finansal piyasaları üzerinde önemli bir etkiye sahip olmuştur. 2008–2009 ve 2014–2015 petrol krizleri de petrol fiyatlarında yaşanan sert düşüşler nedeniyle, petrol ihraç eden birçok Orta Doğu ve Kuzey Afrika ülkesini kendi ülkelerinde ve diğer Arap ülkelerinde yatırım harcamalarını azaltmaya itmiş ve yatırımcıların davranışlarını ciddi şekilde etkilemiştir.

MENA ülkelerinin vadeli işlem piyasalarının gelişimi için adımlar atması ve gerekli stratejileri geliştirmesi önemlidir. Bu ülkeler, zengin kaynakları ile finansal piyasaların gelişimi için önemli bir potansiyele sahiptir. Vadeli işlem piyasalarının gelişimi, finansal

piyasalara teminat ve güven unsuru olarak hizmet edebilir. Ancak, vadeli işlem piyasasının gelişimi süreci, fırsatlarının yanı sıra tehditleri de beraberinde getirir. Bu nedenle, ülkelerin vadeli işlem piyasalarının gelişimi için araştırmalar yapması ve piyasa analizleri gerçekleştirmesi gerekmektedir. Bu analizler, potansiyel riskleri belirlemeye yardımcı olacak ve geliştirilecek stratejilere temel oluşturacaktır.

MENA ülkelerinde vadeli işlem piyasalarının gelişimi için; likidite artışının yanı sıra kredi ve finansal hizmet kurumlarının kurulması, bu sayede önemli sayıda yatırımcı, arbitrajcı, spekülâtör ve hedger'ların oluşturulması önemli rol oynayabilir. Ayrıca, yasal düzenlemelerin geliştirilmesi, takas hizmetlerinin kalitesinin artırılması, finansal okuryazarlık seviyesinin yükseltilmesi, reformların düzenlenmesi ve uygulanması, yatırım koruma haklarının geliştirilmesi ve teknoloji altyapısının iyileştirilmesi gibi adımlar da gelişimin desteklenmesine katkı sağlayabilir.

KAYNAKÇA

Kitap

AKDİŞ, M. **Para Teorisi ve Politikası**. Ankara: Gazi Kitabevi. 2011

AKSOY, A. G., & Tanrıöven, C. **Sermaye piyasası yatırım araçları ve analizi**. Gazi, 2014

ALPAN, Fulya, **Örneklerle Futures Anlaşmalar ve Opsiyonlar**, Literatür, İstanbul, 1999

AYDOĞUŞ İsmail ve ÖZTÜRKLER Harun, **Türkiye’de Cari İşlemler Açığı Sorununun Analizi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2006

BAGEHOT, Walter. Lombard Street. Homewood, IL: Irwin, 1873, Schumpeter, Joseph A. **Theorie der wirt- schaftlichen entwicklung**. Leipzig, Ger- many: Dunker & Humblot, 1912

CAMERON, Rondo, **Banking in the early stages of industrialization** (Oxford University Press, New York, NY), 1967

CEYLAN, Ali, KORKMAZ, Turhan, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Kitabevi, Bursa, 2006

CHAMBERS, N. **Türev Piyasalar**, 2. Baskı. İstanbul: Beta Basım. 2007

CHAMBERS, Nurgül. **Türev Piyasalar**, Beta Yayınları, İstanbul, 2009

DİNLER, Z. **İktisada Giriş**. Bursa: Ekin Kitapevi, 2000

EĞİLMEZ M. Ve KUMCU, E. **Ekonomi Politikası Teori ve Uygulama**. İstanbul: Remzi Kitapevi. 2004

EROL Ümit, **Vadeli İşlem Piyasaları Teorik ve Pratik**, İMKB Yayınları, İstanbul, 1999

ERSAN, İhsan, **Finansal Türevler**, Literatür Yayıncılık, 2. Basım, İstanbul, 1998

FERTEKLİĞİL, **Türkiye'de Borsanın Tarihçesi**, İMKB Yayınları, İstanbul. 1993

GOLDSMİTH, R. W. **Financial structure and development**. New Haven, CT: Yale University Press.1969.

Hicks, J., **A Theory of Economic History**, Oxford: Clarendon Press, 1969.

GÜNAL,M. **Para Banka ve Finansal Sistem** , Ankara: Berikan Yayınevi, 2012

HENRY, C., SPRİNGBORG, R., **Globalization and the Politics of Development in the Middle-East**. Cambridge University Press. 2004.

İŞLEYEN, İ. Ş. **Döviz Kuru Riskini Azaltmanın En Etkin Yolu For-Ward İşlemleri**. ÇÖZÜM, 2011

KARAN, Mehmet Baha , **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi** , 1. Baskı, Ankara: Gazi Kitabevi. 2001

- KAZGAN, H. **Galata Bankerleri** , Cilt: 2. Ankara: Orion Yayınevi. 2006
- KOLB, Robert W., **Understanding Futures Markets**, Simon and Schuster, Third Edition, 1995
- MCKİNNON, Ronald I, **Money and capital in economic development** (Brookings Institute, Washington, DC).1973
- ÖRTEN, R. ve Örtten, İ.,**Türev Finansal Araçlar Ve Muhasebe Uygulamaları**. Ankara: Gazi Kitabevi, 2001
- PARASIZ, İ. **Para banka ve finansal piyasalar**. 6. Baskı. Bursa: Ezgi Kitabevi.1997
- REDHEAD, K. **Financial Derivatives**. Wiltshire: Prentice Hall. 1997
- SELVİ, Yakup, **Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi**, ARC Yayınları 5, İstanbul, 2000
- SEYİDOĞLU, H. **Uluslararası İktisat**. 17. Baskı. İstanbul: Güzem Can Yayınları, 2009
- SEYİDOĞLU, Halil , **İktisat Biliminin Temelleri**, İstanbul, Güzem Can Yayınları No:21. 2006
- SHAW, Edward S., **Financial deepening in economic development** (Oxford University Press, New York, NY), 1973.
- SİLBER, W. L. **The economic role of financial futures**. Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutes, Graduate School of Business Administration. 1985
- TOGAN, S. ve BERUMENT, H. “**Cari İşlemler Dengesi, Sermaye Hareketleri ve Krediler**” *Bankacılar Dergisi*, 78(1), 3-21, 2011
- TUNCER H.O, **Ticaret Borsaları ve Vadeli İşlem Piyasaları (Forward-Future-Options)**, Ankara, 1994
- TURAN, Türkan, **İktisadi Büyüme Teorisine Giriş**, İstanbul, Yalın yayıncılık. 2008
- TURAN, Türkan, **İktisadi Büyüme Teorisine Giriş**, İstanbul, Yalın yayıncılık. 2008
- YILDIRIM Çolakoglu Sevdil D.“**Establishment and Design ofa Financial Futures-Options Market in Turkey**”; Capital Markets Board ofTurkey; Publication Nr. 89; Ankara 1997
- YILMAZ , Mustafa Kemal, **Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, Der, İstanbul, 2002
- YILMAZ, C. **Abidin Paşa Hava Oyunları Osmanlı Borsasında Finansal İşlemler**. İstanbul: Scala Yayıncılık. 2011

Süreli Yayınlar

- AKARSU, Y., & ALACAHAN, N. D. “**Türkiye’de Faaliyet Gösteren Bankaların Türev Ürün Kullanımını Etkileyen Faktörler: Doğrusal Model Uygulaması.**” *Kesit Akademi Dergisi*, 2020, 6(25), 246-258.

AKÇAN, Ahmet, **Futures Piyasaların Türkiye'de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Model Önerisi**, Vergi Dünyası, Sayı: 248, Nisan 2002

AKKAYNAK, B., & YILDIRIM, S. “**Türev Ürünlerin Kullanım Amaçları: Bist’de Bir Uygulama**”. *Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2019, 1(2), 23-33.

AKKUŞ, H. T., & SAKARYA, Ş. “**Türev Ürünlerin İslami Finans Modelleri Açısından Değerlendirilmesi**”. *Adam Academy Journal of Social Sciences*, 2016, 8(2), 267-299.

AL JANABI, M.A.M. “**On the inception of sound derivative products in emerging markets: Real-world observations and viable solutions**”. *Journal of Financial Regulation and Compliance* , 2006, 14(2): 151–164.

AL JANABI, M. A. “**Derivatives securities in emerging MENA markets: Structuring lessons from other financial markets**”. *Journal of Banking Regulation*, 2012, 13, 73-85.

ALTUNÖZ, U. **Türkiye’de Enflasyon, Büyüme ve Finansal Derinleşme İlişkisinin Ampirik Analizi**. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, cilt:3 sayı:2 ,175-194, 2013

ANDERSEN, T. B., & TARP, F. “**Financial liberalization, financial development and economic growth in LDCs**”. *Journal of International Development: The Journal of the Development Studies Association*, 2003, 15(2), 189-209.

ASSAF, A. “**MENA stock market volatility persistence: Evidence before and after the financial crisis of 2008**” *Research in International Business and Finance*, 2016, 36, 222-240

AŞIKOĞLU, R., & Kayahan, C. “**Global finansal sistem etkileşimiyle türkiye'nin türev piyasa görünümü**”. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2008, 10(2), 157-179.

AYDIN, Y., & TUNCAY, M. “**Covid-19 Pandemisi Döneminde Türk Bankacılık Sektöründe Finansal Türev Ürünlerin Rolü Üzerine Ampirik Bir İnceleme**” *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2022, 12(2), 1-23.

AYDOĞAN, Esenay; “**Yönetim ve Ekonomi**,” *Celal Bayar Üniversitesi Dergisi*, 2004, Cilt 11, Sayı 1, s. 92-111.

AYRIÇAY, Y. “**Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Ülkelere Olası Etkileri**”, *Kocaeli Üniversitesi, S.B.E. Dergisi*, c.5, 2003, ss.1-19

BAYRAKDAROĞLU, A., BİLGEHAN, S. A. R. I., & HEYBELİ, B. “**İşletmelerinin finansal risk yönetiminde türev ürün kullanımlarına ilişkin bir saha araştırması: Denizli ili örneği**”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 2013, (57), 57-88.

BEN NACEUR, S., GHAZOUANI, S., ORMAN, M., “**Does stock market liberalization spur financial and economic development in the MENA region**”. *Journal of Comparative Economics*, 2008, 36 (4), 673–693.

BEN NACEUR, S., GHAZOUANI, S., ORMAN, M., **Does stock market liberalization spur financial and economic development in the MENA region**. *Journal of Comparative Economics*, 2008, 36 (4), 673–693.

BİCKSLER, J., & CHEN, A. H. **An economic analysis of interest rate swaps.** *The Journal of Finance*, 1986, 41(3), 645-655.

BOZTOSUN, D., AKSOYLU, S., ALTINIŞIK, F., BARAZ, E. H., & AKSOY, B. **“Dış Ticaret Yapan Firmaların Finansal Risk Yönetiminde Türev Ürünleri Kullanım Düzeylerinin İncelenmesi: Kayseri İli Örneği”.** *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 2016, 17(1), 153-168.

ÇALAL, S. **Şirketler Topluluğu İçindeki Grup Şirketler Adına Yapılan Forward İşleminde Vergisel Yükümlülükler.** *Mali Çözüm Dergisi*, 2020, 30, 249-256.

ÇANKAYA, S., & GÜÇVER, C. **“Borsa İstanbul imalat sanayi endeksine kayıtlı firmaların finansal risk yönetimlerinde türev ürün kullanımının belirleyicileri.”** *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 2019, 13(2), 185-213.

ÇEVİK, E.İ. ve Pekkaya, M., **“Spot Ve Vadeli İşlem Fiyatlarının Varyansları Arasındaki Nedensellik Testi”**, *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, , 2007, 22(2), S.49-66.

DEMETRIADES, P. and ANDRIANOVA, S. **“Finance and growth: what we know and what we need to know”** in C. Goodhart (ed.) *Financial Development and Economic Growth: Explaining the Links*, Palgrave Macmillan, 2004, 38–65

DURMUŞ, Ö., & COŞKUN, E. **“Şirketlerin Türev Ürün Kullanımını Etkileyen Faktörler: Borsa İstanbul’da Bir Araştırma”** *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2019, 9(2), 507-534.

ERSOY, E., & ULAŞ, Ü. N. L. Ü. **“Tezgahüstü türev piyasa işlemleri.”** *Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi SBE Dergisi*, 2016, 6(1), 143-163

FAVARA G. **"An Empirical Reassessment of the Relationship between Financial Development and Economic Growth"**, IMF Working paper WP/03/123. 2003.

FERNANDEZ D. et GALETOVIĆ A.: **"Schumpeter Might Be Right-But Why? Explaining the Relation between Finance, Development, and Growth"**, Johns Hopkins University SAIS Working Paper in International Economics N°, 1994, 96-01.

GHOSH, S., **“Political transition and bank performance: How important was the Arab Spring?”**, *J. Comp. Econ.* 2016, 44 (2), 372–382

GOLDSMITH, R. W. **Financial structure and development.** New Haven, CT: Yale University Press 1969. McKinnon, Ronald I., **Money and capital in economic development**, Brookings Institute, Washington, DC).1973

GÖCEN, S. **“Türkiye’nin 1990-2015 Dönemindeki Ekonomik Performansı Üzerine Bir Değerlendirme”.** *Marmara İktisat Dergisi*, 1(1), 61-76.

GREGORİO, J. de, and P.E. GUIDOTTİ, **"Financial Development and Economic. Growth"**, WP/92/101, Washington DC: International Monetary Fund. 1992

GURLEY, J. G., & SHAW, E. S. **“Financial structure and economic development.”** *Economic development and cultural change*, 1967, 15(3), 257-268.

HAMADI, H. and C. BASSIL, “Financial Development and Economic Growth in the MENA Region” *Comparative Economic Studies* 57: 2015, 598-622.

KANTAR, L., & DÜZER, M. “Türev Ürün Kullanımının Piyasa Değerine Etkisi: Bankacılık Sektöründe Bir Uygulama” *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 2022, 16(2), 189-215.

KAR, M., NAZLIOĞLU, Ş., & AĞIR, H., "Financial development and economic growth nexus in the MENA countries: Bootstrap panel granger causality analysis" *Economic modelling*, 2011, 28(1-2), 685-693.

KARACA, N., Hacıhasanoğlu T., Demirci, Ş.D. TMS39 ve TFRS 9 Standartları Kapsamında Endeks Opsiyon Sözleşmelerinin Muhasebeleştirilmesi-BİST 30 Endeks Opsiyon Sözleşmeleri Örneği, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 247-272. 2014

KARTALLI, F. Y., **Döviz Swapları**. *Maliye Araştırma Merkezi Konferansları*, (34). 2012

KAYGUSUZUĞLU, M. **Finansal türev ürünlerden forward sözleşmeleri ve muhasebe işlemleri**. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 25(2), 2011

KING, Robert G. and LEVINE Ross, 1993, "Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence", *Journal of Monetary Economics*, 2003, 32, 513-542

KIRIM, Arman, “Mali Risk Nedir, Nasıl Yönetilir?”, *Finans Dünyası Eki*, Sayı:32, Ağustos, 1992
KIYAK, H., **Türkiye’nin Dış Ticaret Yapısı ve Ortadoğu Ülkeleri İle Dış Ticaret İlişkileri**, Marmara Üniversitesi Ortadoğu Araştırma Enstitüsü, İstanbul, 2005

KOÇ, Selman **Forward Sözleşmelerinin Hukuki Mahiyeti, Vergi Kanunları Karşısındaki Durumu ve Muhasebeleştirilmesi**, *Vergi Dünyası*, Sayı 219, Kasım 1999

KORKMAZ, A. **Swap Sözleşmelerden Elde Edilen Gelirin Vergilendirilmesi**. *Vergi Raporu*, 244, 74-91. 2020

KORKMAZ, T., & AÇIKGÖZ, Ö. G. E.Vob'da işlem gören döviz futures sözleşmelerinin değeri ile piyasadaki likit döviz miktarı arasındaki ilişki. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (29).2007

KREBS, Tom. “Growth and welfare effects of business cycles in economies with idiosyncratic human capital risk.” *Review of Economic Dynamics* 6: 2003, 846–68

LAGOARDE-SEGOT, T., & LUCEY, B. M. “Efficiency in emerging markets—Evidence from the MENA region”. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2008, 18(1), 94-105

LEVINE, A.g.m, LEVINE, R. "More on finance and growth: more finance, more growth? ", *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, 1997, 85, 31–46.

LIEN, Donald, and MEI ZHANG. “A survey of emerging derivatives markets”. *Emerging Markets Finance and Trade* 44, 2008, 39–69

LUCAS, Robert E., Jr. "On the Mechanics of Economic Development." *Journal of Monetary Economics*, July 1988, 22 (1), pp. 3- 42, . Robinson, Joan. "The Generalization of the General Theory." *The rate of interest and other essays*. London: Macmillan, 1952, pp. 67-146.

METİN, M., & İSPİROĞLU, F. (2017). Türkiye'nin MENA ülkeleri ile dış ticareti: Bir makroekonomik değerlendirme. Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 7(1), 23-38.

NACEUR, S. B., & GHAZOUANI, S. Stock markets, "**Banks and Growth in some Mena region countries**". *Research in International Business and Finance*, 2007, 21(2), 297-315.

NEAİME, S. "**Financial crises and contagion vulnerability of MENA stock markets**". *Emerging Markets Review*, 2016, 27, 14-35.

NEAİME, S. "**The global financial crisis, financial linkages and correlations in returns and volatilities in emerging MENA stock markets**". *Emerging Markets Review*, 2012, 13(3), 268-282.

NEAİME, S. "**Financial market integration and macroeconomic volatility in the MENA region: an empirical investigation**". *Review of Middle East Economics and Finance*, 2005, 3(3), 59-83

NEAİME, S. "**Volatilities in emerging MENA stock markets**". *Thunderbird International Business Review*, 2006, 48(4), 455-484.

OBSTFELD, Maurice, 1994, "**Risk-taking, global diversification, and growth**", *American Economic Review*, 84, 1310-1329.

OKTAR, S., & YÜKSEL, S. "**Bankaların türev ürün kullanımını etkileyen faktörler: MARS yöntemi ile bir inceleme**". *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 2016, (620), 31-46.

ÖZDEMİR, L., & Kula, V. "**Döviz piyasa oynaklığı ile vadeli işlem piyasası arasındaki nedensellik ilişkisi**". *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 2017, 9(3), 618-636.

ÖZSAHİN, Ahmet Kerem, "**Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği**", 1999, SPK Yayın No:163, Ankara

ÖZTÜRK, Nurettin ve Kadir Karagöz (2012); "**Relationship Between Inflation and Financial Development: Evidence from Turkey**," *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, Cilt 4, Sayı 2, s. 82-102.

RAM R. "**Financial Development and Economic Growth: Additional Evidence**", *Journal of Development Studies*.1999.35(4), 164-174

SAYILGAN, G., KEYDER N. Ve BOZKURT, Ö.2002 "**Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Takas Odası ve Teminatlar**", *İktisat İşletme ve Finans*, C:XVII, N: 201, Aralık,2002, 32-43

SCHUMPETER, Joseph A. **Theorie der wirtschaftlichen entwicklung. Leipzig**, Germany: Dunker & Humblot, 1912.

SÜMER, G., ZENGİN, B., & BATTAL, H. **Vadeli İşlem Ve Vadeli İşlem Piyasaları. Third Sector Social Economic Review**, 53(2), 549-562. 2018

TAŞTEMEL, G. Türkiye'deki Bankaların Türev Ürün Kullanım Yoğunluğu. *Girişimcilik Ve Kalkınma Dergisi*, 2020, 15(1), 37-60.

TRICHILLI, Y., Abdelhédi, M., & Boujelbène Abbas, M. “Googling investor’s sentiment: powerful measure in conventional and Islamic MENA financial markets” *International Economic Journal*, 2018, 32(3), 454-469

TSETSEKOS, G. and VARANGIS, “P Lessons in structuring derivatives exchanges”. The World Bank Research Observer, 2000, 15(1): 85–98

TSETSEKOS, G. and Varangis, P. **The Structure of Derivatives Exchanges: Lessons from Developed and Emerging Markets**. Washington DC: World Bank, Development Economics Department. Policy Research Working Paper No. 1887. 1997.

TUFAN, E, **Futures İşlemlerin Piyasa Etkinliğine Olan Etkisinin Test Edilmesi: İstanbul Altın Borsası Uygulaması**, Açıköğretim Fakültesi Yayınları, Eskişehir, 2001

UĞURLU M. **Finansal Piyasalarda Risk Yönetim Aracı Olarak Türev Piyasalar**, 5. Türkiye Finans Eğitimi Sempozyumu, Bandırma, 2001.

Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü, “Faiz Oramna Dayalı Vadeli İşlemleri”; Türev Piyasa Araştırmaları Serisi No: 2; İstanbul 1995.

YAĞCILAR, G. G. “Türkiye’de Spot Ve Vadeli İşlem Piyasaları Arasında Bilgi Etkinliği Ve Etkileşim: Öncül-Ardıl İlişkiler Ve Volatilite İletimi”, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 2022, 18(2), 470-491.

YENİSU, E., TIRAŞ, Z., & SAYGIN, O. (2021). “Bankaların Türev Ürün Kullanımını Belirleyen Finansal Ve Makroekonomik Faktörler” *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 2021, 6(3), 530-544

YILMAZ, E., & ASLAN, T. “Finansal risklerin yönetilmesinde türev ürünlerin kullanımı: Borsa İstanbul (Bist) 100 Endeksi’ndeki şirketler üzerine bir araştırma”. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 2016, 8(1), 663-678.

YUMURTACI, G. **Opsiyon Sözleşmeleri**, TSPAKB Sermaye Piyasasında Gündem, 121, Eylül, 2012, S. 6

İnternet

BIS, <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d11.2>, (9,02,2023).

BIS, <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d11.2>, (9,02,2023).

BIS, <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d11.3>, (09.02.2023)

Borsa İstanbul, https://borsaistanbul.com/files/viop_vergi-rehberi_2013.pdf, (19.01.2023),

Borsa İstanbul, https://borsaistanbul.com/files/viop_vergi-rehberi_2013.pdf, (19.01.2023),

Borsa İstanbul, <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/1021/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasiviop>, (18.01.2023)

Borsa İstanbul, <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/482/bulten-ve-piyasa-verileri>. (20.01.2023).

Borsa İstanbul, <https://www.borsaistanbul.com/files/VIOP-Hakkinda-SSS.pdf>, (28,04,2023).

Borsa İstanbul, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/48/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi>, (17.01.2023)

EĞİLMEZ, Mahfi , Faiz Deyince. Erişim Adresi: <http://www.mahfiegilmez.com/2018/06/faiz-deyince.html>, (03.05.2023)

Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) İşleyiş Esasları Genelgesi, https://borsaistanbul.com/data/Genelge/433_Genelge_viop_isleyis_esaslari.pdf, (13.01.2023)

SPK, Vadeli İşlem Opsiyon Sözleşmeleri, <https://spk.gov.tr>, (18.01.2023)

SPK, Vadeli İşlem Opsiyon Sözleşmeleri, <https://spk.gov.tr>, (18.01.2023)

Takasbank, <https://www.takasbank.com.tr/tr/hizmetler/hizmet-verilen-piyasalar/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi-viop/genel-tanim>, (21.01.2023)

Takasbank, <https://www.takasbank.com.tr/tr/istatistikler/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi-viop/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi>, (01.21.2023)

TOBB, <https://www.mevzuat.gov.tr/mevzuat?MevzuatNo=5174&MevzuatTur=1&MevzuatTertip=5>, (18.01.2023)

WFE, <https://statistics.world-exchanges.org/> , (14.03.2023)

WFE, <https://statistics.world-exchanges.org/> , (14.03.2023)

WFE, <https://statistics.world-exchanges.org/> , (14.03.2023)

WFE, <https://www.world-exchanges.org/>, (10.04.2023)

WFE, <https://www.world-exchanges.org/>, (20,04,2023)

BIS, <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d12.4?o=8:TO1>, (09.02.2023)

WB, www.wordbank.com, (18.03.2023).

WB, www.wordbank.com, (20.03.2023).