

Kredi Türevleri, Küresel Finans Krizi ve Alınacak Dersler *

M. AYHAN ALTINTAŞ

Risk Yönetimi Grup Başkanı, T.C.Z.B.

M. Ayhan Altıntaş 1963 yılında Mudurnu’da doğdu. 1984’de Hacettepe Üniversitesi İşletme Bölümünden mezun oldu. 1985 yılında Bankalar Yeminli Murakıplı Yardımcısı olarak çalışma hayatına başladı. Hazine Müsteşarlığı’nda, Murakıplık, Bankacılık Dairesi Başkanlığı ve Londra Ekonomi Müşavirliği görevlerinde bulundu. 1998’de The University of Westminster’den yüksek lisans derecesi aldı. 2000 yılında atandığı Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’nda TMSF Finansman Dairesi Başkanlığı, BDDK İzleme Dairesi Başkanlığı ve BDDK Araştırma Dairesi Başkanlığı görevlerini üstlendi. ‘Bankacılıkta Risk Yönetimi ve Sermaye Yeterliliği’ isimli kitabı 2006 yılında yayımlandı. 2007 yılında T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Risk Yönetimi Grup Başkanlığı görevine getirildi. Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe-Finansman bölümünde doktora çalışmalarına da devam eden Altıntaş, Yeminli Mali Müşavirlik ve SPK Kredi Derecelendirme Uzmanlığı lisanslarına sahiptir.

1. GİRİŞ

Dünya ekonomileri, ABD’de kullanılan standart altı (sub-prime) ipotekli konut (mortgage) kredilerinin tetiklediği, şiddet ve bulaşıcılığını, büyük ölçüde, kredi türevlerine borçlu olduğumuz, küresel ölçekteki bir ekonomik çöküşle baş etmeye çalışıyor. Finansal piyasalar-daki çöküş, iflaslar, kurtarma ve zorunlu devletleştirmeler bir tarafa, 2008 sonu itibarıyla, krizin çok daha acııcı olabilecek bir yüzü gittikçe belirginlik kazanıyor. Dünyanın belli-başlı ekonomilerinin de resesyon olup olmayacağı artık tartışılmıyor. Tartışılan, deflasyon korkularının da eşlik ettiği bir ekonomik daralmanın hangi şiddette ve ne kadar süreli olacağı...

Küresel krizin nedenlerini, yine küresel ekonomik dengesizliklerle açıklayan, çok daha geniş bakış açısına sahip analizler mevcut olmakla birlikte, bu analizler finansal krizden ‘kredi türevlerinin’ payına düşen sorumluluğu azaltmıyor. Üstelik finansal piyasalardaki güven problemi de hala tam olarak giderilebilmiş değil. Ekonomik daralmadan çıkış için, kredi kanallarının tekrar çalıştırılması gerekiyor. Oysa finansal kesimde hala şeffaflık sağlanmamışa benziyor. Güvensizlik ve belirsizlik, büyük ölçüde

‘tezgah üstü’ piyasalarda (organize borsalar dışında) işlem gören finansal türev araçlardan ve özellikle de kredi türevlerinden kaynaklanıyor.

Esasen, Haziran 2008 itibarıyla toplam hacmi, küresel GSMH’nın (55 trilyon \$) 13 katını aşarak, 768 trilyon \$ mertebesinde bir hacme ulaştığı tahmin edilen türev piyasaların, en önemli küresel sistemik risk kaynaklarından birisi olduğu son yıllarda sıklıkla dile getirilen hususlardan birisi olmuştur. Örneğin finansal türev ürünlerle ilgili en çarpıcı uyarılardan birisi, 2003 yılında, Amerikalı ünlü yatırımcı Warren Buffett’tan gelmiştir. Buffet, Yönetim Kurulu Başkanı olduğu Berkshire Hathaway Inc. 2002 faaliyet raporunda, finansal türevleri kitle imha silahlarına benzeterek, bu son derece kompleks finansal ürünlerin sadece alıcı ve satıcılarına zarar vermekle kalmayıp, tüm ekonomik sistemi yıkma uğratabileceğini belirtmiştir.

Gerçekten de kredi türevlerinin yokluğunda, ABD’de kullanıldığı tahmin edilen 1,3 trilyon \$ civarındaki sub-prime ipotekli konut kredisinin (ki bu miktar hem ABD’deki toplam mortgage stokunun hem de ABD GSMH’sının %10’u bile değildir) ne ABD’ye ne de Dünyaya bu kadar büyük zarar vermesi söz

Küresel krizin nedenlerini, yine küresel ekonomik dengesizliklerle açıklayan, çok daha geniş bakış açısına sahip analizler mevcut olmakla birlikte, bu analizler finansal krizden ‘kredi türevlerinin’ payına düşen sorumluluğu azaltmıyor.

Finansal türev ürünlerle ilgili en çarpıcı uyarılardan birisi, 2003 yılında, Amerikalı ünlü yatırımcı Warren Buffett'tan gelmiştir. Buffet, Yönetim Kurulu Başkanı olduğu Berkshire Hathaway Inc. 2002 faaliyet raporunda, finansal türevleri kitle imha silahlarına benzeterek, bu son derece kompleks finansal ürünlerin sadece alıcı ve satıcılarına zarar vermekle kalmayıp, tüm ekonomik sistemi yıkıma uğratabileceğini belirtmiştir.

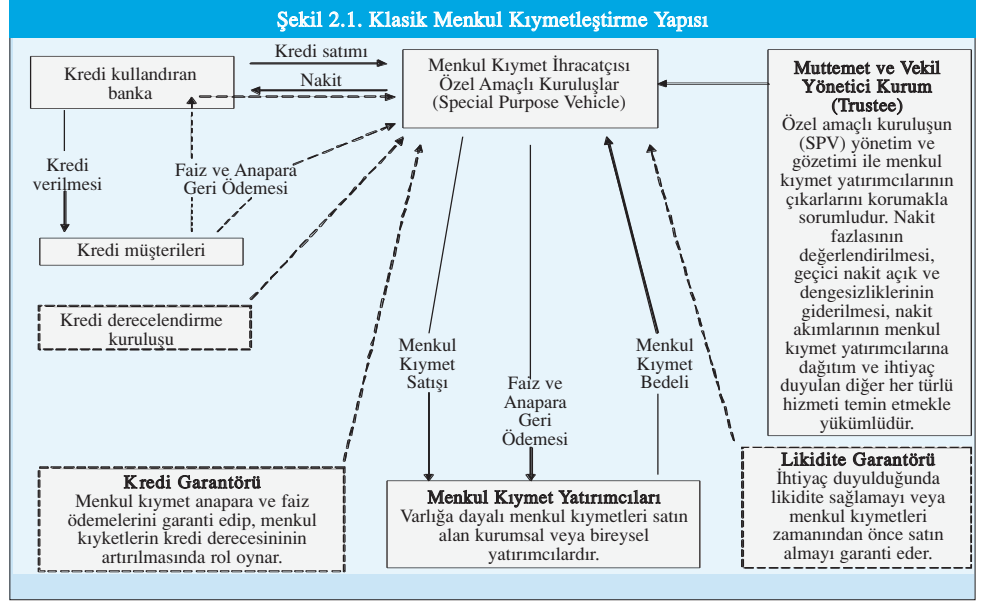
konusu olabilirdi. Hatta kredi türevlerinin yokluğunda, bu miktarda düşük standartlı konut kredisi kullanılması da muhtemelen mümkün olmayacaktı.

Kredi türevleri, kredi riski devretmeyi veya kredi riski satın almayı sağlamak üzere dizayn edilmiş finansal araçlardır. Birer finansal mühendislik ürünü olan kredi türevleri sayesinde, teorik olarak, kredi riski dilimlere halinde kolayca alınıp satılabilen bir ürüne dönüşmüş, ancak krediler ile türevleri arasındaki illiyet bağı her türevleştirmede daha da zayıflatılmıştır. Genellikle,

ciddi bir denetime tabi olmayan, 'gölge bankacılık kurumları' tarafından, sub-prime konut kredilerini de içeren varlıklara dayalı olarak ihraç edilen türev, türevin türevi veya türevin türevinin türevi mahiyetindeki borçlanma senetleri, rating şirketlerince de yüksek notlarla süslenmiş, hem yüksek getirili ve hem de yüksek rating notuna sahip senetler, düşük getirilerin hakim olduğu bir konjonktürde, tüm dünyaya pazarlanmıştır. Türev borçlanma senetlerine olan talep, sonuçta sub-prime kredilere olan talebi de artırmıştır.

Kriz öncesinde, kredi türevlerine hiçbir müdahalenin olmamasında, krizin boyutlarının ve muhtemel sonuçlarının hala kestirilememesinde, belki de krizin ciddiyetinin gereğince anlaşılabilmesinde veya geç anlaşılabilmesinde, kredi türevlerinin mahiyetinin 'finansal mühendisliğe' ilgi duyanlar bir tarafa bırakılırsa, fazlaca bilinmemesinin önemli bir rol oynamış olması kuvvetle muhtemeldir.

Kredi türevleri içinde en popüler olanlar CDO's (Collateralized Debt Obligations-Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri) ve CDS's (Credit Default Swaps- Kredi Temerrüt Swapları) olarak bilinen finansal araçlardır. Nitekim, şu ana kadar ABD, Avrupa ve Uzak Doğuda finansal kuruluşların bilançolarına yansıtıkları 1 trilyon \$ civarındaki zararın önemli ölçüde, toplam ihracı 2-3 trilyon \$ arasında tahmin edilen ve CDO olarak bilinen tahvil transhlarından kaynaklandığı tahmin edilmektedir. Bir tür kredi sigortası olarak tanımlanabilecek CDS toplam hacmi ise halen 55 trilyon \$ olarak tahmin edil-



mekte, CDS satan (AIG ve benzeri) kuruluşları yaşatma gayretleri devam etmektedir. Ancak, piyasadaki önemli oyuncuların da yok olduğu, büyük şirket iflaslarının beklenildiği bir ortamda mevcut CDS stokunun en önemli korku kaynaklarından birisi haline geldiği görülmektedir.

Diğer taraftan finansal türevler, kuşkusuz, risk yönetiminin en etkili araçlarıdır. Ancak riskten korunma, riski sınırlama veya başkalarına devretme için kullanılabilecek finansal türev araçların, yapılan uyarılara rağmen, bizi sistemik bir yıkıma neden olabilecek bir finansal risk kaynağı haline dönüştürülmesi ve buna da adeta 'seyirci kalınmış' olması gerçekten düşündürücüdür.

Kriz öncesinde, kredi türevlerine hiçbir müdahalenin olmamasında, krizin boyutlarının ve muhtemel sonuçlarının hala kestirilememesinde, belki de krizin ciddiyetinin gereğince anlaşılabilmesinde veya geç anlaşılabilmesinde, kredi türevlerinin mahiyetinin 'finansal mühendisliğe' ilgi duyanlar bir tarafa bırakılırsa, fazlaca bilinmemesinin önemli bir rol oynamış olması kuvvetle muhtemeldir. İşin finansal mühendisliğine ilgi duyanların ise kredi türevlerinin olası hukuki ve mali sonuçlarını hangi doğrulukta analiz edebildikleri bilinmemektedir.

Bu çalışmada, öncelikle kredi türevleri (özellikle de CDO ve CDS'ler), Basel düzenlemeleri de dikkate alınarak, olabildiğince anlaşılabilir bir şekilde açıklanmaya çalış-

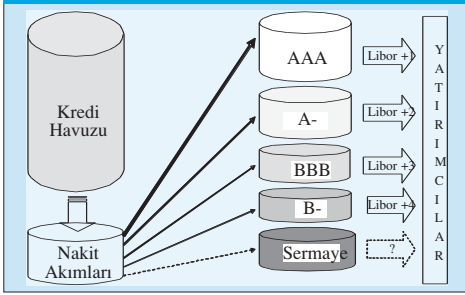
ılacak daha sonra da küresel finans krizinin nedenleri irdelenerek, alınabilecek derslere işaret edilecektir.

2. KREDİ TÜREVLERİ

Kredi türevlerini açıklamadan önce, kredi türevleri ile yakından bağlantılı 'menkul kıymetleştirme (securitisation)' kavramını kısaca açıklamakta yarar vardır. Menkul kıymetleştirme, kredi kullandıran bankaların portföylerindeki uzun vadeli kredileri teminat göstermek veya vadesinden önce satmak suretiyle likit fon sağlamalarını ve/veya portföyün kredi riskini devretmelerini temin etmek maksadıyla, yatırımcılarca satın alınabilecek menkul kıymet ihraç edilmesi sürecini anlatan bir kavramdır. Menkul kıymetleştirme daha ziyade aynı türden, benzeri nakit akımlarına sahip çok sayıda borçludan oluşan, ipotekli konut kredileri ve bireysel tüketici kredileri gibi nispeten tek tip olan kredi portföyleri için uygun bir likidite sağlama ve risk devretme aracıdır.

Kredi türevleri ise kredi riskinin krediden (bono ve tahviller dahil) bağımsız olarak, üçüncü şahıslara değişik getiri ve risk oranları üzerinden devredilmesine, kredi risklerinin değiştirilmesine veya borçlu (tahvil veya bono borçluları dahil) temerrüt riskine karşı korunma satın alınmasına imkân tanıyan araçlardır. Menkul kıymetleştirme işlemlerinde asıl amaca ulaşmada kredi müliyetinin de devri önemli bir husus ve hatta

Şekil 2.2. Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (CDO's)



bazı durumlarda şart iken kredi türevleri ile kredi mülkiyetinin devri söz konusu olmadan da temerrüt riski devredilebilmektedir. Esasen kredi türevlerinden bazıları ancak bir menkul kıymetleştirme sürecinin sonunda ortaya çıkan ürünlerdir. Kredi riskini aktarmı için (gerçek bir kredi devri olmadan) kredi türevlerinin kullanıldığı menkul kıymetleştirmeler 'sentetik' (synthetic securitisation) olarak da isimlendirilmektedir. Son yıllarda dizayn edilen ve ABD kaynaklı kredi krizinin küreselleşmesinde önemli rol oynayan bazı kredi türevleri, menkul kıymetleştirmenin ilk ürünleri olan klasik ipoteğe veya varlığa dayalı menkul kıymetlerden hayli farklı özellikler taşımaktadır. Kredi türevlerinden başlıcaları şunlardır:

► Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligations-CDO's)

► Toplam Getiri Swapları (Total Return Swaps)

► Kredi Temerrüt Swapları (Credit Default Swaps-CDS's)

► Krediyeye Bağlı Tahviller (Credit Linked Notes)

Krizin küreselleşmesinde katkı yapma ve finansal kuruluşları zarara uğratma potansiyeli bakımından değerlendirildiğinde, CDO'lar en tehlikeli kredi türevi grubunu oluşturmaktadır. Buna mukabil, en yüksek nominal hacme sahip olup potansiyel sonuçları tam olarak kestirilemeyen kredi türevleri CDS'lerdir.

2.1. Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligations- CDO's)

Teminatlandırılmış borç yükümlülükleri (CDO's), referans bir kredi havuzundan kaynaklanan toplam kredi riskinin, değişik

yatırımcılara her bir yatırımcının risk iştahına göre değişen getiriler karşılığında aktarılmasını sağlayan varlığa dayalı menkul kıymet (borçlanma senedi) ihraçlarıdır. Temel ayıracı özellikleri, basit bir anlatımla, şu şekilde sıralamak mümkündür:

► CDO'lara dayanak teşkil eden varlıklar, klasik menkul kıymetleştirme işlemlerinde olduğu gibi tek tip değildir. Tam tersine kredi portföyü korelasyon etkisinden olabildiğince yararlanabilmek için ulusal, uluslararası veya değişik sektör ve kuruluşlardan kaynaklanan riskler tek bir varlık havuzunda toplanabilir.

► Bu varlık havuzuna dayanılarak en yüksekten başlayıp en düşüğe doğru giden değişik kredi değerliliğine (rating notuna) ve getiriye sahip muhtelif tertipte borçlanma senetleri ihraç edilir.

► Kredi havuzundan sağlanan nakit akımları daha az riskli dolayısıyla daha düşük getirili tranştan başlayarak menkul kıymetlere dağıtılır.

► En yüksek kredi derecelendirme notuna sahip tranş 'senior', en riskli tranş 'equity' aradaki tranşlar ise 'mezzanine' tabir edilir.

► Sermaye (equity) olarak isimlendirilen en yüksek risk tranşına yatırım yapanlar hissedar telakki edilir, daha düşük risk tranşlarındaki menkul kıymetlerin tüm anapara ve faizi ödenmeden 'equity' tranşına ödeme yapılmaz. Eğer temerrüt oranı beklenenden düşük olursa 'equity' yatırımı yapanlar çok yüksek getiri elde edebilirler, buna mukabil aksi olursa anaparalarını kısmen veya tamamen yitirebilirler. Zarar, spekülatif sınıfta yer alan daha düşük risk tranşlarına da pekâlâ sirayet edebilir.

Şekil 2.2.'de basitçe şemalaştırmaya çalıştığımız ve normal kredi havuzlarına dayalı CDO ihraçları, finansal mühendisliğin sınırlı tanımaması ve kimsenin de hesap sormaması nedeniyle kısa zamanda 'uçuk' olarak tabir edilebilecek yapılandırılmaya dönüştürülmüştür. Önce normal krediler yerine, zaten bir kez türevleştirilmiş varlığa dayalı menkul kıymetler (özellikle de sub-prime konut kredilerine dayalı menkul kıymetler) kredi havuzlarına dahil edilmeye başlanmış ve bu suretle türevin türevi olarak isimlendirilebilecek CDO tranşları (ABS-Asset Backed Security CDO), daha sonra da bu CDO tranşlarını da içeren referans kredi havuzları

na dayalı CDO tranşları (türevin türevinin türevleri), sentetik CDO olarak isimlendirilen yapılandırmalar ile de CDS'lere dayalı CDO'lar ihraç edilmiş, uluslararası şöhrete sahip rating şirketleri ise yapılandırılmış bu ürünlere (structured products) sadece yüksek rating notları vermekle kalmamış (ki sonradan verilen notlarda hata yapıldığını kabul etmişlerdir) aynı zamanda bu ihraçların dizaynında da rol oynamışlardır. Sonuçta yatırım yapılabilir rating notlarına sahip, genellikle ünlü yatırım bankaları tarafından yapılandırılmış CDO tranşları fazla sorgulanmadan tüm dünyaya rahatlıkla pazarlanabilmıştır. Ancak özellikle CDOkare ve CDO-küb yapılandırmaları, krediler ve CDO tranşları arasındaki iliyet bağının iyice kopmasına neden olduğundan, sonuçta fiyatı ve likiditesi dayanak teşkil ettiği varsayılan kredilerden ilgisiz bir şekilde dalgalanabilen menkul kıymetler ortaya çıkmıştır. 2007 yılında sub-prime kredilerdeki temerrüt vakalarının artmaya başlaması, kısmen veya tamamen bunlarla ilintili CDO tranşlarının piyasaya ve likiditelerini hızla yitirmesine neden olmuştur. CDO'lara yatırım yapıp bilançolarında 'alım-satım hesaplarına' kaydeden finansal kuruluşlar da 39 no.lu Uluslararası Muhasebe Standardı (UMS 39) veya halen ABD'de yürürlükte bulunan, muadil muhasebe standartları uyarınca portföylerindeki CDO'ları gerçeğe uygun değerleri (piyasada oluşan fiyatları) ile değerlemek zorunda kalınca, milyarlarca dolar zarar oluşmuştur.

Diğer taraftan, 'Basel-I sermaye yeterliliği düzenlemeleri' altında, bankalarca menkul kıymetleştirme ve CDO yapılandırmalarının, bilançoda kayıtlı kredilerin bilanço dışına çıkarılarak sermaye yükümlülüğünü azaltmak amacıyla, sıklıkla istismar edildiği

Kredi türevlerinin kullanıldığı menkul kıymetleştirmeler 'sentetik' olarak da isimlendirilmektedir. Son yıllarda dizayn edilen ve ABD kaynaklı kredi krizinin küreselleşmesinde önemli rol oynayan bazı kredi türevleri, menkul kıymetleştirmenin ilk ürünleri olan klasik ipoteğe veya varlığa dayalı menkul kıymetlerden hayli farklı özellikler taşımaktadır.

ni belirtmek gerekmektedir. Bu sebeple, Basel-I uzlaşısı altında şahit olunan, CDO ihraççısı bankaların ‘equity’ tranşını kendi üzerlerinde bırakmalarına rağmen büyük kredi havuzlarını sermaye yükümlülüğü dışına çıkarmaları türünden sağlıksız uygulamalar, ‘Basel-II sermaye yeterliliği uzlaşısı’ ile önlenmeye çalışılmıştır. Uzlaşıda, spekülasyon tranşlara yatırım yapan bankalar menkul kıymetleştirme riskleri için belirlenen esaslar doğrultusunda, bu yatırımlarını ya çok yüksek risk ağırlıklarına tabi tutmak ya da doğrudan sermayelerinden indirmek zorunda tutulmuşlardır.

Ancak Basel-II uzlaşısı ABD’de yürürlüğe dahi girememiştir.

2.2. Toplam Getiri Swapları (Total Return Swaps)

Toplam getiri swapları kredi kullandıran bankaların hem kredi anaparası hem de kredi getirisi için, koruma satın almalarını sağlayan sözleşmelerdir. İşlemlerde koruma satın alan ve koruma sağlayan olmak üzere iki taraf vardır. Koruma satın alan sözleşme konusu krediden kaynaklanan her türlü nakit akışını ve doğabilecek değer

artış kazancını koruma satan tarafa aktarıırken, koruma sağlayan, koruma satın alana sabit bir faiz ödemeyi ve ilaveten her türlü kredi kayıp ve değer azalışını karşılamayı taahhüt eder. Toplam getiri swaplarında koruma alan taraf, kredi mülkiyetini devretmeden kredi riskinden, koruma satan taraf ise doğrudan kredi kullandırmanın getireceği maliyetlere katlanmadan kredi portföyünü çeşitlendirme şansını yakalamaktadır.

Basel-II sermaye yeterliliği uzlaşısı altında, toplam getiri swap sözleşmeleri koruma sağlayan tarafın nitelikli (yüksek rating notuna sahip olması) koşuluyla, diğer garanti ve kefaletler gibi risk azaltımında kullanıla-

Tablo:2.1. Kredi Türevleri İçin Krediye Dönüştürme İlave Oranları

	Koruma Alıcısı %	Koruma Satıcısı %
Toplam Getiri Swabı		
Nitelikli menkul kıymet*	5	5
Diğer	10	10
Kredi Temerrüt Swabı		
Nitelikli menkul kıymet*	5	5
Diğer	10	10

*Yüksek kredi değerliliğine (rating notuna) sahip menkul kıymetler.

bilmektedir. Esasen Basel-II’nin kredi türevlerine ilişkin standart düzenlemeleri, ülkemizde yürürlükte bulunan sermaye yeterliliği mevzuatına da ithal edilmiş bulunmaktadır. Nitekim Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’nun (BDDK) konuya ilişkin Tebliği çerçevesinde bir örnek vermek gerekirse; kredi portföyünde kayıtlı %100 kredi riski ağırlığına sahip bir varlık için %20 kredi riski ağırlığına sahip bir bankadan toplam getiri swabı ile koruma satın alan banka, bu varlığı sermaye yeterliliği oranı hesaplamalarında %20 kredi riskine sahip bir varlık olarak tasnif edebilecektir. Kredi türevi ile sağlanan korumanın kısmi olması durumunda kredinin sadece korunmamış kısmı, referans borçlunun risk ağırlığıyla dikkate alınacaktır. Doğal olarak, koruma satan tarafın kredi değerliliği, referans varlığın borçlusundan daha kötü ise bu halde sağlanan korumanın sermaye yeterliliği açısından bir anlamı olmayacaktır.

Koruma satın alan banka tarafından, alım-satım hesaplarına kaydedilen toplam getiri swaplarında ise alım-satım hesabında kayıtlı referans varlık ‘spesifik risk’ yükümlülüğünden kurtulurken, alım-satım hesabına kayıtlı toplam getiri swabı bu defa diğer türev sözleşmeler gibi karşı taraf kredi riskine tabi olmaktadır.

Bu hesaplama Basel-II uzlaşısı ile kredi türevleri için referans varlıklarının niteliğine göre, ancak vadeleri dikkate alınmadan, belirlenen krediye dönüştürme ilave oranları kullanılmaktadır.

Alım-satım hesaplarında kayıtlı toplam getiri swapları ile kredi temerrüt swaplarının kredi eşdeğerinin bulunması için öncelikle nominal tutarlarının yukarıda verilen ilgili krediye dönüştürme ilave oranı ile çarpılması gerekmektedir. İkinci aşamada çarpım sonucu bulunacak ilave değer, pozitif ‘yenileme (ikame) maliyetine’ eklenmesi gerek-

mektedir. Üçüncü aşamada ise ulaşılan toplam tutar, karşı tarafın kredi riski ağırlığı ile çarpılacak ve bu suretle sermaye yeterliliği oranının hesabında dikkate alınacak kredi riskine esas tutara ulaşılabacaktır.

Örneğin X Bankasının alım-satım portföyünde kayıtlı, nitelikli olmayan 500 TL nominal bedelli özel sektör finansman bonosu için toplam getiri swabı ile yurt içi başka bir bankadan koruma satın aldığını, bonoların piyasa değerinin 450 TL olduğunu varsayalım. Bu halde X Bankası, alım satım portföyünde kayıtlı 450 TL piyasa değerine sahip bonoyu;

► genel piyasa faiz riski için standart vade merdiveni tablosunda ilgili vadeye kısa pozisyon, koruma satıcısının yapılacak ödemelere esas tutarı da (bononun nominal bedeli 500 TL) ilgili vadeye uzun pozisyon olarak yazacak (dolayısıyla sadece 50 TL tutarındaki fark için ilgili vadeye göre genel piyasa faiz riski sermaye yükümlülüğü hesaplanacaktır),

► spesifik risk hesaplamasında ise kısa pozisyon olarak dikkate alacaktır (dolayısıyla bono için spesifik risk sermaye yükümlülüğü hesaplanmayacaktır).

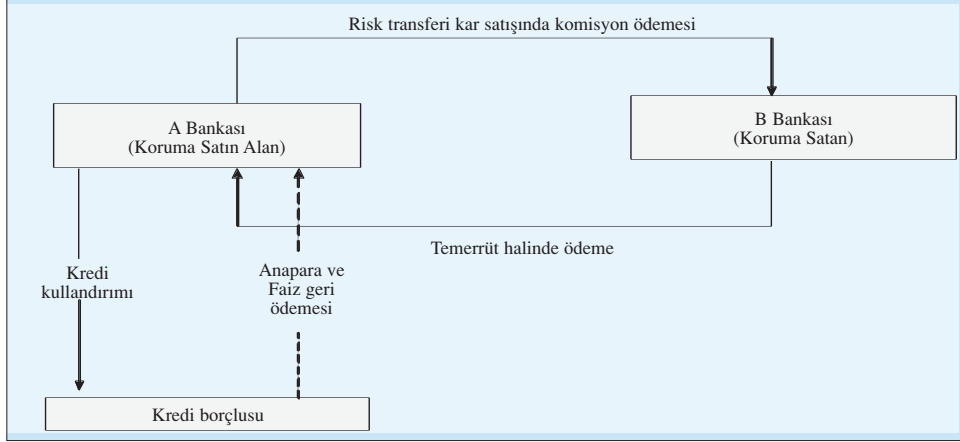
Ancak X Bankası alım-satım hesapları ile ilgili toplam getiri swabı ile finansman bonosu için doğabilecek piyasa riski sermaye yükümlülüğünden büyük ölçüde kurtulmuş olmakla birlikte, bu kredi türevi için ayrıca karşı taraf kredi riski sermaye yükümlülüğü hesaplanması gerekmektedir. Bu amaçla;

► öncelikle 500 TL nominal tutarın %10 krediye dönüştürme ilave oranı ile çarpılıp, bulunan tutarın 450 TL olarak kabul ettiğimiz yenileme (ikame) maliyetine ilave edilmesi (450+50= 500 TL),

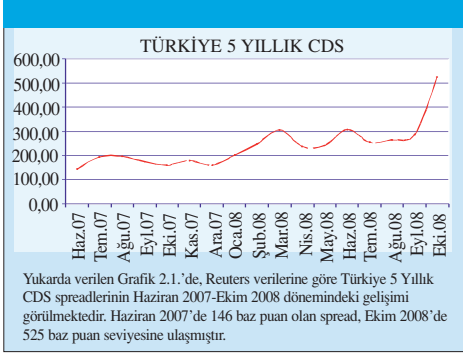
► daha sonra bulunan toplam tutarın korumayı satan yurt içi bankanın kredi riski ağırlığı ile (%20) ağırlıklandırılıp, kredi ris-

Basel-II sermaye yeterliliği uzlaşısı altında, toplam getiri swap sözleşmeleri koruma sağlayan tarafın nitelikli (yüksek rating notuna sahip olması) koşuluyla, diğer garanti ve kefaletler gibi risk azaltımında kullanılabilmektedir. Esasen Basel-II’nin kredi türevlerine ilişkin standart düzenlemeleri, ülkemizde yürürlükte bulunan sermaye yeterliliği mevzuatına da ithal edilmiş bulunmaktadır.

Şekil 2.3. Kredi Temerrüt Swapları



Grafik 2.1. Türkiye CDS spreadleri



kine esas tutara ulaşılması ($500 \times \%20 = 100$ TL) gerekmektedir.

Toplam getiri swabı ile koruma satan taraf açısından ise satılan koruma, eğer 'bankacılık hesaplarında' kayıtlı ise, kredi riskine esas tutarın hesaplanmasında %100 krediye dönüştürme oranı uygulanacak bir gayrinakdi kredi olarak değerlendirilecektir. Zira toplam getiri swabı ile koruma satıcısı, referans borçlusundan kaynaklanabilecek kredi riskini koruma tutarı kadar üstlenmektedir. Koruma tutarı, koruma satıcısının ödeme zorunda kalabileceği en büyük tutardır.

Eğer koruma satıcısı toplam getiri swabını alım-satım hesaplarında izliyorsa bu halde;

► referans varlık hem genel piyasa faiz riski hem de spesifik risk için uzun pozisyon olarak,

► koruma alıcısına ödenecek prim veya faiz ödemelerine esas tutar genel piyasa faiz riski için kısa pozisyon olarak, dikkate alınacak, yukarıda verilen ilgili krediye dönüştürme ilave oranları kullanılarak yine yukarıda

açıklanan esaslar dahilinde (koruma alıcısının yükümlülüklerini yerine getirememesi tehlikesine karşı) karşı taraf kredi riski sermaye yükümlülüğü hesaplanacaktır.

2.3. Kredi Temerrüt Swapları (Credit Default Swaps- CDS's)

Kredi temerrüt swapları, kredi borçlusundan kaynaklanabilecek temerrüt riskinin dönmeksel olarak ödenen komisyonlar karşılığında koruma sağlayan tarafa devredilmesini sağlayan sözleşmelerdir. Temerrüt vuku bulunduğu koruma satın alan tarafın uğradığı kayıp, komisyon karşılığında koruma sağlayan tarafından tazmin edilir. Kredi temerrüt swaplarında, toplam getiri swaplarının aksine, referans varlığa ilişkin kredi riski dışında tezahür edebilecek riskler (örneğin faiz hareketlerine bağlı değer dalgalanmaları-piyasa riski) koruma kapsamına girmemektedir. Temerrüt tanımı kontratın en önemli unsurlarındandır. Örneğin bir borcun yeniden yapılandırılması kontrata bağlı olarak temerrüt sayılabileceği gibi sayılmayabilir de.

Kredi temerrüt swapları için ödenen primlerin seviyesi (CDS spread), zaman içinde uluslararası ülke ve kredi riski karşılaştırmalarında kullanılan en önemli göstergelerden birisi haline gelmiştir. CDS'lerde en yaygın vade 5 yıl olup primler yıllık olarak ödenmektedir. CDS fiyatlamalarında beklenen temerrüt olasılıklarına ve temerrüt halindeki kurtarma oranlarına ilişkin tahminlerden yararlanılmaktadır.

Diğer bir ifade ile Ekim 2008 itibariyle 10 milyon \$ Türkiye riskinin 5 yıllık bir sü-

reyle korunması için ödenmesi gereken CDS primi yıllık 525.000 \$ seviyesinde bulunmaktadır. 5 yıllık koruma için ödenecek toplam prim tutarı 2.625.000 \$'dır. Talep edilen prim tutarı ilk yıl için % 9, 5 yıllık bir sürede ise toplam %35 civarında bir temerrüt olasılığına tekabül etmektedir. Şimdi bu sonuca nasıl ulaştığımızı çok basit bir şekilde açıklayalım:

CDS fiyatlarının bulunabilmesi için, eğer yıllık temerrüt olasılığı ve temerrüt halindeki tahsilat oranına ilişkin bir tahmin mevcut sa (S&P's, Moody's ve Fitch rating notlarına atfedilebilecek tarihsel temerrüt olasılıkları ile temerrüt halindeki tahsilat oranlarına ilişkin istatistikleri yayımlamaktadırlar), risksiz faiz oranını kullanarak olası prim tahsilatları ile temerrüt halinde olası kayıp tutarlarını bugünkü değerlerine indirmek yeterli olmaktadır. CDS primi, beklenen tahsilat ve beklenen kayıp tutarlarının bugünkü değerlerini eşitleyecek orandır.

10 milyon \$ için temerrüt halinde tahsilat, yani kurtarma oranının (recovery rate) %40 olacağını varsayarsak, temerrüt halinde beklenen kayıp oranı % 60 (1-0,40), yani 6 milyon \$ olacaktır. Yaklaşık olarak;

Yıllık CDS primi tutarı= Beklenen yıllık temerrüt oranı x Beklenen kayıp miktarı şeklinde ifade edilebilir. Bu çerçevede;

525.000 \$ = Beklenen yıllık temerrüt oranı x 6.000.000\$

Beklenen yıllık temerrüt oranı (ilk yıl için)= $525.000 / 6.000.000 = \%8,75$ bulunacaktır. Beş yıl için öngörülen toplam temerrüt olasılığı ise Tablo 2.2.'de gösterildiği şekilde %36,74 olarak hesaplanacaktır.

Kuşkusuz yukarıdaki hesaplamaların 5 yıllık sürede oluşacak tüm nakit akışları, beklenen gerçekleşme tarihleri ve ilgili para

Kredi temerrüt swapları için ödenen primlerin seviyesi (CDS spread), zaman içinde uluslararası ülke ve kredi riski karşılaştırmalarında kullanılan en önemli göstergelerden birisi haline gelmiştir. CDS'lerde en yaygın vade 5 yıl olup primler yıllık olarak ödenmektedir. CDS fiyatlamalarında beklenen temerrüt olasılıklarına ve temerrüt halindeki kurtarma oranlarına ilişkin tahminlerden yararlanılmaktadır .

birimi ve vade dilimi için cari iskonto (risk-siz faiz) oranı kullanılarak çok daha hassas şekilde yapılmalıdır.

Ancak CDS spreadinin, beklenen tahsilat ve beklenen kayıp miktarlarının bugünkü değerlerini eşitleyen oran olduğu gerçeği değişmemektedir.

CDS primlerinin dalgalanmasına neden olacak temel unsurlar temerrüt olasılığı ve temerrüt halinde kayıp oranına ilişkin tahminlerdeki değişikliklerdir. Temerrüt olası-

lığı ve/veya temerrüt halinde kayıp tahmini arttığında CDS primi yükselmektedir. Türkiye CDS spreadinin 500 baz puanının üzerine çıktığı Ekim 2008’de, gelişen piyasalara yönelik kuşkular sonucu, CDS primleri İzlanda için 1,500 baz puana, Arjantin için 2,383 baz puana, Pakistan için ise 3,026 baz puana kadar yükselmiştir.

Esasen S&P’s Rating Şirketince 1981-2007 dönemi için açıklanan ortalama temerrüt verilerine göre; Türkiye’nin BB- olan kredi notuna kabul eden tarihi

hi temerrüt olasılığı ilk yıl için %1,44, beş yıl için ise kümülatif %12,32’dir. Basel Komitesinin Basel-II uzlaşısında, temel içsel derecelendirme yöntemi ile sermaye yükümlülüğü hesaplamasında ‘hazine kredileri için’ kullanılmasını tavsiye ettiği ‘temerrüt halinde kayıp oranı’ % 45’tir. Son gelişmeleri de dikkate alarak, ihtiyatlı bir yaklaşımla, yıllık temerrüt olasılığının %3, temerrüt halinde kayıp oranının %45 ve risksiz faiz oranının da %5 olduğunu varsayarak bir hesaplama yaptığımızda; Tablo 2.3.’ten izlenebileceği üzere, 5 yıllık koruma için yıllık spreadi: $0,0550/3,9532 = 0,0139$ yani 139 baz puan (Haziran 2007’deki seviyeye yaklaşık) olarak buluyoruz.

Dolayısıyla CDS primlerinin nihai tahlil-

Tablo 2.2. Temerrüt ve Temerrüt Etmeme Olasılıkları

Yıllar	Temerrüt Olasılığı	Temerrüt Etmeme Olasılığı
1	0.0875	0.9125(=1-0.0875)
2	0.0798 (=0.0875x0.9125)	0.8327 (=0.9125-0.0798)
3	0.0729 (=0.0875x0.8327)	0,7598 (=0.8327-0.0729)
4	0.0665 (=0.0875x0.7598)	0.6933 (=0.7598-0.0665)
5	0.0607 (=0.0875x0.6933)	0.6326 (=0.6933-0.0607)

Tablo 2.3. CDS Spread Hesaplaması

Yıllar	Temerrüt Olasılığı	Temerrüt Etmeme Olasılığı	İskonto Faktörü*	Beklenen Prim Tahsilatlarının Bugünkü Değeri**	Beklenen Kayıp Miktarının Bugünkü Değeri***
1	0,0300	0,9700	0,9512	0,9227 spread	0,0128
2	0,0291	0,9409	0,9048	0,8514 spread	0,0118
3	0,0282	0,9127	0,8607	0,7855 spread	0,0109
4	0,0274	0,8853	0,8187	0,7248 spread	0,0101
5	0,0266	0,8587	0,7788	0,6688 spread	0,0093
			Toplam	3,9532 spread	0,0550

* Sürekli bileşik, $(1x^{0.5}=0,9512)$, $(0,9512x^{0.5}=0,9048)$

**1 \$ için, $(1x\text{Temerrüt Etmeme Olasılığı} \times \text{İskonto Faktörü})$

***Beklenen kayıp 1 \$ için 45 cent. $(\text{Temerrüt Olasılığı} \times \text{Temerrüt Halinde Kayıp Miktarı} \times \text{İskonto Faktörü})$

de, anlık olarak değişebilen beklentiler (risk iştahı) ile arz ve talebe bağlı olarak dalgalandığı söylenebilir. Keza CDS’ler, tezgah üstü piyasada işlem görmekle birlikte, kriz öncesi dönemde, ISDA (International Swaps and Derivatives Association)’nın gayretleriyle oldukça standart bir yapıya ve yatırım bankaları, hedge fonlar ve monoline tabir edilen sigorta şirketlerinin çift yönlü kotasyonlarıyla hayli likit bir ikincil piyasaya da kavuşmuşlardır. CDS’leri organize piyasalara taşıma gayretleri de mevcuttur.

Daha önce belirtildiği üzere, en son verilere göre global CDS hacmi 55 trilyon \$ civarında olup, yüksek montanlı iflasların beklendiği bir ortamda koruma satıcılarının yükümlüklerini karşılayıp karşılayamayacakları bilinmezken, koruma satıcıların yok olması veya kredi değerlilikleri düştüğünde finansal kuruluşların karşı karşıya kalabilecekleri sermaye ihtiyacı gerçekten düşündürücüdür.

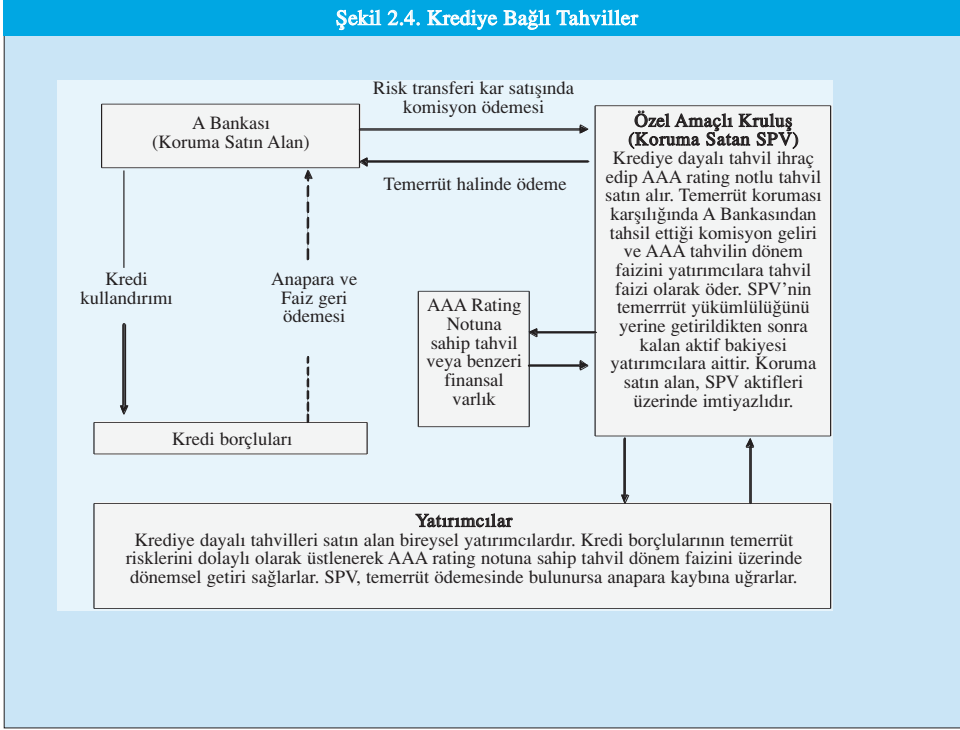
Zira, kredi temerrüt swaplarının, kredi riski sermaye yükümlülüğü hesaplanmasında dikkate alınma şekilleri, büyük ölçüde, toplam getiri swaplarına benzemektedir. Dolayısıyla yukarıda, kredi riskine esas tutar hesaplama ile ilgili olarak, toplam getiri swabı için verilen örnekler ve yapılan açıklamalar kredi temerrüt swapları için de büyük ölçüde geçerlidir. Bu çerçevede;

► Koruma alıcısı açısından, bir kredi temerrüt swabı veya toplam getiri swabı ile sağlanan koruma kredi riskine esas tutarın hesaplamasında referans varlık için alınan bir garanti gibi dikkate alınır ve koruma satıcısının risk ağırlığının referans borçlunun risk ağırlığından düşük olması durumunda, referans varlık garantinin dahil olduğu teminat türüne göre risk ağırlığına tabi tutulur. Kredi temerrüt swabı ile sağlanan korumanın kısmi olması durumunda kredinin korunmamış kısmı referans borçlunun risk ağırlığıyla dikkate alınır.

► Koruma satıcısı açısından, bir kredi temerrüt swabı ile satılan koruma, kredi riskine esas tutarın hesaplamasında, yüzde yüz krediye dönüştürme oranı uygulanacak bir gayrinakdi kredi olarak değerlendirilir. Bu kapsamda, koruma satıcısı, referans borçludan kaynaklanan kredi riskini koruma tutarı kadar üstlenir. Koruma tutarı, koruma satıcısının ödemek zorunda kalabileceği en büyük tutardır.

Kredi temerrüt swaplarında, toplam getiri swaplarından farklı olarak, alım-satım hesaplarında izlenen kredi temerrüt swapları için koruma satıcısının kredi riskine esas tutar hesaplaması mecburi değildir. Piyasa risk hesaplamalarında ise koruma alıcısı tarafından, kredi temerrüt swabına konu referans varlık spesifik risk için ‘kısa pozis-

Şekil 2.4. Krediye Bağlı Tahviller



yon', koruma satıcısına ödenecek prim veya faiz söz konusu olması halinde ise ödemelere esas tutar genel piyasa faiz riski için 'kısa pozisyon' olarak dikkate alınmakta, koruma satıcısı ise koruma alıcısının tam tersine her iki hali de 'uzun pozisyon' olarak dikkate almaktadır.

Kredi temerrüt swabı, toplam getiri swabının aksine genellikle sadece temerrüt hali ile sınırlı olarak koruma sağladığından (referans varlığın piyasa değerindeki dalgalanmaları kapsamadığından), koruma alıcısı bakımından, koruma satıcısından yapılacak tahsilatlara esas tutarın genel piyasa faiz riski hesaplamalarında 'uzun pozisyon', koruma satıcısı bakımından da koruma alıcısından yapılacak tahsilatlara esas tutarın genel piyasa faiz riski hesaplamalarında 'kısa pozisyon' olarak dikkate alınması söz konusu olmamaktadır.

2.4. Krediye Bağlı Tahviller

Krediye bağlı tahviller, kredi temerrüt swaplarının nimetlerinden yararlanmak isteyen risk iştahı yüksek bireysel yatırımcılara arz edilmek için çıkarılan tahvillerdir. İşlem, kredi riski çok düşük bir finansal varlıkla, kredi temerrüt swaplarının birleşiminden oluşmaktadır.

3. KÜRESEL FİNANS KRİZİ VE ALINACAK DERSLER

Küresel finans krizinin doğuşu ve şiddetini artırarak yayılmasına hizmet eden, kredi türevleri dışında, pek çok neden saymak mümkündür. Aşağıda, alınabilecek derslere de işaret edilerek, krize hizmet eden unsurlar açıklanmaya çalışılmaktadır.

3.1. Konut Finansmanı ve Finansal Popülizm

Gerek günümüzde yaşananlar, gerekse geçmiş deneyimler gayrimenkul finansmanı ve bankacılık kriz ve iflasları arasında yüksek korelasyon bulunduğunu açık bir şekilde teyit etmektedir. Konut finansmanında temel sorun; (i) öncelikle ihtiyaç duyulan uzun vadeli kaynağın temin edilmesi, (ii) sonra da bu kaynağın geri ödeme gücüne sahip hane halkına kullanırılmasıdır. Bu iki ayaktan birisinde oluşacak istismar er veya geç sorun çıkaracaktır. ABD uzun vadeli kaynağın sermaye piyasalarından temin edilebilmesi için öncü uygulamaların yapıldığı örnek bir ülke iken, ikinci ayakta yaşanan sorun krize neden olmuş ve muhtemelen konut finansmanı için gerekli uzun vadeli kaynağın temin edildiği finansman modeli de ağır hasar görmüştür.

Ancak bankalar konut finansmanından tamamen çekilemeyeceklerine göre er veya geç ABD ve Avrupa'da mevcut konut finansmanı sistemlerinin tekrar çalıştırılması gerekmektedir. Zira konut finansmanında kısa vadeli ticari banka kaynaklarına dayanan hiç bir modelin, uzun soluklu olması mümkün değildir.

Yine de ABD'de kullanılan ipotekli konut kredilerinde işin çıkırından çıkılarak, geliri, işi ve varlığı bulunmayan kişilerin bile rahatlıkla borçlanmalarını veya borçlandırılmalarını (NINJA Krediler- 'No Income No Job or Asset' Credits) finansal popülizm olarak nitelemek sanırız yanlış olmayacaktır.

Ekonomik konjonktürün çıkışta, para politikasının gevşek, rekabetin yoğun buna mukabil kar marjlarının düşük olduğu dönemlerde bankalar, rekabet ve kazanma hırsıyla, risk yönetimi ilkelerini kolayca göz ardı edebilmektedirler.

ABD'de de, 11 Eylül 2001 terör saldırıları sonrasında FED tarafından uygulanan gevşek (ucuz) para politikalarının da desteklediği, finansal popülizm herkesin belli ölçülerde nemalandığı, şişirilmiş bir ekonomik büyüme ve refahın sürdürülüp paylaşılmasına hizmet etmiştir. Esasen, rekabet ve performans baskısıyla, kısa vadeli kazanımlar uğruna uzun vadeli tehlikeleri göz ardı eden bankacılık uygulamalarına, sadece ABD'de değil, dünyanın her yerinde yaygın bir şekilde rastlamak mümkündür.

3.2. Vekalet Sorunu

Finans kesiminde vekalet sorunu (agency problem), diğer sektörlerde nazaran çok daha yıkıcı sonuçlar doğurabilmektedir. Yöneticilere yapılan performans bazlı ödemelerin performans karşılığında kuruma yüklenen

Bankalar konut finansmanından tamamen çekilemeyeceklerine göre er veya geç ABD ve Avrupa'da mevcut konut finansmanı sistemlerinin tekrar çalıştırılması gerekmektedir. Zira konut finansmanında kısa vadeli ticari banka kaynaklarına dayanan hiç bir modelin, uzun soluklu olması mümkün değildir.

risklerle ilişkilendirilmemesi, yüklenen risklerin orta-uzun vadedeki sonuçları dikkate alınmadan, yöneticilerin risk yönetimi ilkelere göz ardı etmelerine neden olabilecek performans koşulları konulması, kazanma hırsını ve finansal popülisti beslemektedir.

3.3. Risk Yönetiminde Samimi Olmama

Bankaların performansı ile ekonomik konjonktür arasındaki korelasyonu azaltmanın, yani konjonktür inişte iken de kaybet-

memenin yolu risk yönetimi bilinç ve kültürünü yaygınlaştırmaktan, risk yönetimi sistem ve süreçlerine yatırım yapmaktan geçmektedir. Risk yönetimine olan ihtiyaç, konjonktürün çıkışta olduğu dönemlerde çok daha fazla olmalıdır. Eğer konjonktür çıkışta iken kar ve performans hırsı, aklın önüne geçmişse, konjonktür inişte iken risk yönetiminden medet ummanın çok da fazla anlamı kalmamaktadır.

Son gelişmeler, finansal kuruluşlarda sağlıklı risk yönetimi için hala gidilmesi

gereken çok yol bulunduğunu ortaya koymaktadır. Organizasyon şemalarına yerleştirilen risk yönetim departmanlarına, CRO (Chief Risk Officer) olarak adlandırılan tepe risk yöneticilerine ve gelişmiş risk yönetim modellerine rağmen, pek çok bankanın içine düştüğü durum, risk yönetiminde özden ziyade şekle odaklanıldığını ve risk yöneticilerinin karar süreçlerine yeterince nüfuz edemediklerini göstermektedir.

Keza, yasal sermaye yeterliliği düzenlemelerinin banka çöküşlerini önlemeye yetmediği, etkin risk yönetim sistemleriyle ‘ekonomik sermaye’ yeterliliğinin sağlanması gerektiği bir kez daha ortaya çıkmaktadır.

Aslında, Basel Bankacılık Komitesi tara-

fından, beş yıllık bir uğraşın ürünü olarak, 2004 yılında açıklanan Basel-II sermaye yeterliliği uzlaşısının en önemli amaçlarından birisi bankaların risk yönetiminde samimi olmalarını sağlamaktır. Diğer bir amaç ise, yasal sermaye gereğini, ekonomik sermaye gereğine olabildiğince yakınsamaktır. Basel-I bankaların sermaye yeterliliği oranına odaklanırken, Basel-II bankaların risk yönetim sistemlerine odaklanmakta, sermaye zenginliği, kötü risk yönetiminin mazereti olarak kabul edilmemekte idi. Ancak Basel-II ABD’de hiç yürürlüğe girmeden, Avrupa’da ise layıkıyla uygulanamadan sub-prime kredi krizi patlak vermiştir.

Son dönemde yapılan önemli hatalardan birisi ‘küresel kredi krizi’ ile Basel-II’nin ‘kredi riski ölçüm yöntemleri’ arasında bağlantı kurularak, Basel-II’nin iflas ettiğinin ileri sürülmesidir. Aslında küresel kredi krizi ile Basel-II arasında kurulabilecek en doğru ilişki, krizin Basel-II’nin ne kadar doğru bir girişim olduğunu ispatlamış olmasıdır. Değerlendirme yapılırken, krizde ortaya çıkan büyük zararların, büyük ölçüde bankaların ‘piyasa riskine tabi’ pozisyonlarından kaynaklandığının da unutulmaması gerekmektedir. Nitekim Basel Komitesi hızla, 1996 yılında Basel-I’e monte edilen piyasa riski sermaye yükümlülüğü bileşenini gözden geçirme çalışmalarına başlamış olup, kapsanamadığı anlaşılan piyasa riskleri için ‘incremental risk charge’ ismiyle ilave bir sermaye yükümlülüğü öngörmeye hazırlanmaktadır.

Diğer taraftan Basel-II’de zaman içinde yapılacak değişikliklerin, sadece piyasa riski bileşeni ile sınırlı kalmayacağı da muhakkaktır. Likidite ve yapısal faiz oranı risklerinin de standart bir şekilde kapsanması, karşı taraf kredi riski sermaye yeterliliği yükümlülüğünün artırılması, kredi karşılıkları ile ekonomik döngü arasındaki doğrusal ilişkinin kırılması, borçlanma için özkaynaklarla bağlantılı sınır getirilmesi, asıl ve katkı sermaye unsurlarında kalitenin yükseltilmesi türünden pek çok yeni düzenleme önerisinin önümüzdeki dönemde gündem oluşturacağı düşünülmektedir. Ancak bankaların ciddi sermaye problemleri ile karşı karşıya kaldıkları bir dönemde, bu türden düzenlemelerin amaca hizmet etmeyeceği de aşikardır. Dolayısıyla olası yeni düzenle-

meler, muhtemelen krizden sonraki konjonktürel çıkış döneminde yürürlüğe konulabilecektir.

3.4. Etkisiz Denetim ve Gözetim

Geçmiş deneyimler, denetim ve gözetim otoritelerinin etkinliğinin büyük ölçüde, ekonomik konjonktürün çıkışta, herkesin genel gidişattan memnun olduğu, rüzgarın tek yönlü estiği dönemlerde, ‘rüzgara karşı durabilme’ kabiliyet ve kültürüne sahip olunup olunmamasına bağlı olduğunu göstermektedir. İşler iyi giderken ‘oyun bozanlık yapamayan’, risk alma iştahını dizginleyemeyen otoriteler, konjonktür terse döndüğünde ‘günah keçisi’ ilan edilmektedirler.

Nitekim, denetim ve gözetim otoriteleri hem ABD’de hem de Avrupa’da (özellikle de Birleşik Krallıkta) kötü sınav vermişlerdir. Aslında ABD ve Birleşik Krallık denetim ve gözetim organizasyonu bakımından iki uç noktayı temsil etmektedir. ABD’deki denetim ve gözetim sistemi eyalet yapılanmasının da etkisiyle son derece parçalı bir yapı arz etmektedir. Birleşik Krallıkta ise finansal sektörün denetim ve gözetimi için tek bir otorite oluşturulmuştur. İki ülkenin denetim-düzenleme anlayışı bakımından da iki uç noktayı temsil ettiğini söylemek mümkündür. ABD’de ‘kural bazlı’ düzenleme ve denetim hakimken, Birleşik Krallık ‘prensipl bazlı’ anlayışı savunmaktadır. Geline nokta, ABD’de denetim örgütlenmesinde, Birleşik Krallıkta ise denetim anlayışında sorun bulunduğu rahatlıkla ileri sürülebilir.

Gelişmiş ülkelerde denetim ve gözetimi etkisizleştiren diğer bir husus, ‘gölge bankacılık’ sisteminin büyümesine set çekilememiş olmasıdır. Krizin tohumlarının ekilmesinde ve tüm dünyaya ihraç edilmesinde mevduat toplamadıkları için ciddi bir denetime tabi olmayan ve özkaynaklarının 40 katından fazla borçla çalışabilen Wall Street yatırım bankaları (ki kredi kriziyle birlikte tarih olmuşlardır) çok önemli rol oynamışlardır. Yaptıkları açığa satışlar ve aldıkları kısa pozisyonlarla, piyasaların baş aşağı gitmesinden muazzam paralar kazanabilen ve 2 trilyon \$ civarında bir büyüklüğe sahip oldukları tahmin edilen ‘hedge fonlar’ da krizin derinleşip yayılmasına önemli katkılarda bulunmuşlardır. Ters piyasa koşullarındaki

Organizasyon şemalarına yerleştirilen risk yönetim departmanlarına, CRO (Chief Risk Officer) olarak adlandırılan tepe risk yöneticilerine ve gelişmiş risk yönetim modellerine rağmen, pek çok bankanın içine düştüğü durum, risk yönetiminde özden ziyade şekle odaklanıldığını ve risk yöneticilerinin karar süreçlerine yeterince nüfuz edemediklerini göstermektedir.

kazanma yeteneklerine rağmen, Hedge fonların taahhütlerini karşılayıp karşılayamayacaklarına yönelik kuşku önemli bir belirsizlik kaynağı olmaya devam etmektedir.

Keza, sistemik bir risk kaynağı olduğu 1990'lı yıllardan beri sıklıkla dile getirilen tezgah üstü türev piyasa ve ürünlere ilişkin komisyon oluşturup, tavsiye ve temenni geliştirmenin ötesine geçilememiş olması, büyük bir eksiklik olmuştur. Müdahale edilmemesinde, yeniliklerin ve gelişmenin önünü kesme, önemli bir argüman olmakla birlikte denetim ve gözetim otoritelerinin, ziyadesiyle kompleks finansal mühendislik ürünlerini anlama, analiz, denetim ve düzenleme yeteneklerinin hangi seviyede olduğu pek fazla bilinmemektedir. Denetim ve gözetim otoritelerinin nitelik kaybına tahammülü bulunmamakta, ayrıca denetim ve gözetimden yapılan tasarrufun, toplumsal maliyeti çok ağır olmaktadır.

Gölge bankacılık kurumları ve tezgah üstü türev piyasaları yanında denetim ve gözetim tabi banka ve finans kuruluşlarının, hem etkin bir şekilde yönetilemeyecek hem de denetlenemeyecek büyüklük ve yaygınlığa ulaşmalarına izin verilmesinin de önemli bir hata olduğu anlaşılmaktadır. Wall Street yatırım bankalarından Lehman Brothers'ın iflasına izin verilmesinin yol açtığı küresel çalkantı 'batırılmayacak kadar büyük' kavramının sadece ticari bankalar için geçerli olmadığını, ticari bankalarla içli-dışlı olan finansal kuruluşların da mevduat bankaları gibi yakın denetim ve gözetim altında tutulması gerektiğini, ayrıca 2,2 trilyon \$ aktif büyüklüğüne sahip Citigroup ile 3,8 trilyon \$ aktif büyüklüğüne sahip Royal Bank of Scotland'ın bile kurtarılabilecek duruma düşmesi, finansal kuruluşların kurtarılabilecek kadar büyümelerine izin verilmemesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

Küresel kredi krizi, etkin denetim ve gözetim için sadece organizasyonsal düzenlemelerin yeterli olmadığını, hiçbir kurumun kırmızı çizgilerinin olamayacağını, misyon telakki edilerek ezberlenen veya 'best practices' (en iyi uygulamalar) olarak başkaları tarafından öğretilen şablonların geçersizleştiğini göstermektedir. Önleyici denetim başarısız veya yetersiz kaldığında, sistemik risk veya krizle mücadelede Devlet Hazinesi ve Merkez Bankasının aktif olarak devreye

girmesi kaçınılmaz olmaktadır.

'Küresel ölçekte' veya 'küresel piyasalarda' faaliyet gösteren banka ve finans kurumlarının, 'yerel' veya 'ulusal' denetim ve gözetim otoriteleri tarafından, değişik finansal sektörlerde eşzamanlı faaliyet gösterebilen finansal yapılanmaların ise 'sektörel' denetim ve gözetim otoriteleri tarafından etkin bir şekilde denetlenmelerinin mümkün olup olmadığı, önümüzdeki dönemde gündemi işgal edecek önemli tartışma konularından birisi olacaktır.

Gelecek dönemde, dağınık yapılar yerine, sektörel ihtisasa ve aynı zamanda makro bakış yeteneğine sahip daha müdahaleci ve kurallı bütünlük yapılarının denetim ve gözetimde ağırlık kazanması olasıdır. Yine önümüzdeki dönemde, finansal mimari için yeni arayışlar yanında, yoğun bir re-regülasyon dalgasının yaşanması da muhtemel görülmektedir. Ancak, kaçınmak zor da olsa, düzenlemelerin tepkisel olmamasına özen gösterilmelidir. Zira, nasıl tarihsel veriye dayalı analizlerle geleceği mükemmel bir şekilde betimleyemiyorsak, geçmişteki krizlerden alınan derslerle dizayn edilen veya açıkları kapatılan mevzuatla bir sonraki krizi engellemek de mümkün gözükmemektedir.

3.5. Risk Modelleri

Günümüzde risk yönetiminde kullanılan ve Basel-Komite'si'nin de risk ölçümü ve sermaye yeterliliği hesaplamalarında kullanılması kabul ettiği yöntem veya modeller büyük ölçüde Markowitz, Sharpe, Black, Scholes ve Merton gibi Nobel ödüllü iktisatçıların çalışmaları üzerine bina edilmiş durumdadır. Genellikle istatistikteki 'normal dağılım' varsayımı altında ve tarihsel veriye dayalı olarak yapılan risk analizlerinin geleceği betimleme gücü ve güvenilirliği ile ilgili kuşku krizden sonra yine sıklıkla dile getirilir olmuştur. Anlaşılabileceği üzere, bu tür eleştiriler yeni olmadığı gibi aslında haksız da değildir. Kaos teorisyenlerinden, fraktal geometrinin kurucusu Benoît Mandelbrot finans dünyasında 'modern portföy teorisi' ve 'normal dağılım' varsayımını şiddetle eleştirenlerden birisidir. Mandelbrot, finansal piyasalardaki oynaklığın (riskin) 'fraktallarla' daha doğru ölçülebileceğine inanmaktadır. 'Siyah Kuğu'nun yazarı, Nassim Nicholas Taleb de (ki bu kitabını Mandel-

brot'a ithaf etmiştir) 'vasatistan' ve 'aşırıstan' olarak iki farklı ülke tasvir ederek finansal piyasalardaki oynaklıkların 'aşırıstan'a özgü olduğunu ve ölçeklenemeyeceklerini iddia etmektedir.

Aslında Mandelbrot ve Taleb'in itirazları haklı bile olsa, sonuçta bu tür analizlerin bizi götüreceği nokta, riskler için çok daha büyük sermaye bulundurulması mecburiyeti olacaktır. Krizi önlemenin maliyeti, arada sırada yaşanabilecek krizlerin maliyetini aşmamalıdır. Kaldı ki Basel Komitesi'nin önerdiği yaşanan türden ekstrem gelişmelerin de dikkate alınmasını sağlamak için elinden geleni yaptığını söylemek mümkündür. Eleştiriler değerlendirilirken, Basel Komitesi'nin risk modellerinin uç noktaları kavramadaki eksikliklerini kapatmak amacıyla üzerinde önemle durduğu 'stres testleri' ve 'model güvenlik çarpanı' gibi önlemlerin göz ardı edilmemesi gerekmektedir.

Ancak son tahlilde, risk yöneticilerinin, teknik risk modellerinin sadece birer araç olduğunu unutmamaları ve modellerin esiri haline gelmemeleri, kuşkusuz büyük önem arz etmektedir.

Risk yönetiminde insan melekelerini ve sağduyusunu ikame edecek bir model henüz geliştirilmemiştir.

3.6. Kredi Derecelendirme Şirketleri

Krizde itibar kaybına uğrayan sadece bankalar ve denetim otoriteleri değildir. Kredi derecelendirme kuruluşları da bu krizden büyük yara almışlardır. Ancak değerlendirme yapılırken, neredeyse bir asırdır faaliyet gösteren bu kuruluşların ellerinde mevcut çok değerli istatistiksel kredi riski bilgisinin heba olmasına yol açacak bir yanlışın içine düşülmemesi önem arz etmektedir. Nihayetinde, cari bankacılık ve sermaye piyasası

Gelecek dönemde, dağınık yapılar yerine, sektörel ihtisasa ve aynı zamanda makro bakış yeteneğine sahip daha müdahaleci ve kurallı bütünlük yapılarının denetim ve gözetimde ağırlık kazanması olasıdır. Yine önümüzdeki dönemde, finansal mimari için yeni arayışlar yanında, yoğun bir re-regülasyon dalgasının yaşanması da muhtemel görülmektedir.

mevzuatında yer alan harici rating notlarına dayalı düzenlemeler bu kuruluşların kabahati değildir. Ancak kuruluşların gördüğü çok önemli fonksiyon, zamanla verilen hizmetin adeta kamusal bir nitelik kazanmasına yol açmış, yapılabilecek hataların sorumluluk ve toplumsal maliyeti inanılmaz boyutlara ulaşmıştır. Dolayısıyla, kriz sonrasında, kuruluşların kamusal denetim altına alınmasına yönelik girişimler hız kazanmış bulunmaktadır. Gerçekten de ortaya çıkan bulgular, şirketle-

rin etik değerleri korruma ve çıkar çatışmasından kaçınma hususlarında yeterince özenli olmadıklarını göstermektedir. En büyük üç rating şirketinin (S&P's, Moody's, ve Fitch) 2002 yılında 3 milyar \$ olan toplam gelirlerinin 2007 yılında 6 milyar \$'ı geçtiği, sağlanan artışta CDO tranşlarına verilen AAA notlarının çok önemli rol oynadığı bilinmektedir.

Bununla birlikte küresel kredi krizi yorumlarında yapılan önemli hatalardan birisi söz konusu rating şirketlerinin daha ziyade 'yapılandırılmış ürünlere' mahsus gözüken hatalarının genelleştirilmesidir. Bilindiği kadarıyla, şirketlerin 'asıl finansal araçlara' verdikleri notlar ve bu notların ifade ettiği kredi riski bilgilerinde çok büyük bir problem mevcut değildir. Bankalar, kredi riski ölçümünde bu şirketlerin verdikleri notlar yerine içsel derecelendirme sistemlerinden ürettikleri notları kullanabilirler, ancak sermaye piyasalarında yatırım yapan bireysel ve kurumsal diğer yatırımcıların kolayca risk hesabı yapabilecekleri alternatif bir sistem maalesef mevcut değildir.

3.7. Muhasebe Standartları

Küresel finans krizi 'muhasebe standartlarının' önemini tartışmasız bir şekilde or-

Tablo 3.1. Finansal Varlıkların Tasnif ve Değerlemesi	
Finansal Varlık Grubu	Değerleme Ölçütü
GUDF K/Z'a Yansıtılan (Alım-Satım Amaçlı veya GUDF K/Z'a yansıtılan olarak tasnif edilen)	Gerçeğe Uygun Değer
Vadeye Kadar Elde Tutulacak	Amorti Edilmiş Maliyet
Kredi ve Alacaklar	Amorti Edilmiş Maliyet
Satılmaya Hazır Finansal Varlıklar (GUDF güvenilir olarak tespit edilebilenler)	Gerçeğe Uygun Değer
Satılmaya Hazır Finansal Varlıklar (GUDF güvenilir olarak tespit edilemeyen hisse yatırımları)	Maliyet

taya koymuştur. Uluslararası Muhasebe Standartları (UMS) içinde 'finansal araçları' ilgilendiren üç adet önemli standart bulunmaktadır. Finansal araçların tasnif değerlemesini belirleyen temel standart UMS 39'dur. Bu standarda göre finansal varlıklar aşağıdaki dört gruptan birisinde sınıflanmak zorundadır:

- Gerçeğe uygun değer farkı (GUDF) kar/zarara (K/Z) yansıtılan finansal varlıklar,
- Satılmaya hazır finansal varlıklar,
- Vadeye kadar elde tutulacak yatırımlar,
- Kredi ve alacaklar,

Bu finansal varlıkların bilançodaki değerlendirme ölçütleri ise Tablo 3.1'de gösterildiği şekilde belirlenmiştir.

Anlaşılabileceği üzere bu gruplardan ikisi, temelde gerçeğe uygun değer (fair value) ile değerlendirilen diğer ikisi amorti edilmiş maliyet bedeli ile değerlendirilmektedir. GUDF K/Z'a yansıtılan grupta piyasa fiyatına göre oluşan farklar, adından da anlaşılabileceği üzere dönem kar/zararına aktarılırken, satılmaya hazır grupta değerlendirilen varlıkların, etkin faizi aşan, değerlendirme farkları bilançoda özkaynaklar altında muhasebeleştirilmektedir. Amorti edilmiş maliyet yönteminde ise etkin faiz oranı ile hesaplanan faiz tutarları dönem kar/zararına kaydedilmektedir.

Aslında piyasa değeri ile değerlendirilen varlıklar için, muhasebe ve risk düzenlemeleri arasında belli bir paralellik de kurulmuş bulunmaktadır, gerçeğe uygun değer ile değerlendirilen varlıklar, piyasa riski sermaye yükümlülüğüne tabi iken diğer varlıklar kredi riski sermaye yükümlülüğüne tabi tutulmaktadır.

Bununla birlikte, muhasebe ve finans dünyasında, finansal varlık ve borçların değerlendirilmesinde uygulanacak yöntemler üzerinde bir mutabakat bulunmadığını belirt-

mek gerekmektedir. Bir grup, tüm finansal araçların gerçeğe uygun değer ile değerlendirilmesini savunurken, diğer bir grup maliyet bedelini savunmakta, tartışmalar devam etmektedir. Mevcut düzenleme iki tarafın taleplerini de kısmen karşılar, 'gerçeğe uygun değer' uygulaması, krizde finansal kuruluşlarca yazılan yaklaşık 1 trilyon dolar zararın ortaya çıkmasındaki başlıca neden olarak görülmüş ve kısır bir döngüyle krizin derinleşmesine neden olmakla suçlanmıştır. Özetle söylenen, piyasasını ve likiditesini yitiren CDO tranşları için değerlemede kullanılan fiyatların 'fair' (adil) olmadığıdır. Nitekim Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu, siyasetler ve sektörden gelen baskılara dayanarak 2008 yılı Ekim ayında sınıflar arasında geçiş yapılabilmesine ilişkin kuralları esnetmiş, bu düzenleme Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu tarafından da tercüme edilerek Kasım ayı başında yayımlanmıştır.

Tanınan imkanla, ters piyasa koşulları altında, piyasa fiyatı ile yapılan değerlemeler sonucu dönem karı ve özkaynaklarda ortaya çıkan erime kısmen de olsa telafi edilmekte, bir anlamda tezahür eden 'piyasa riski', 'yapısal faiz oranı riskine' dönüştürülmüş olmaktadır. Bu suretle, bir taraftan özkaynaklar takviye edilirken, diğer taraftan yapısal faiz oranı riskinin yasal sermaye yükümlülüğüne tabi olmaması nedeniyle, denetim otoritelerine raporlanan sermaye yeterliliği rasyoları yükselmektedir.

Ancak değerlendirme yapılırken gözden kaçırılmaması gereken bir husus daha bulunmaktadır. Bankalar varlıklarını olduğu kadar, alım-satım amaçlı borçlarını da 'gerçeğe uygun değerle' değerleyebilmektedirler. Nitekim krizde aktifte kayıtlı finansal varlıkların piyasa fiyatları ile değerlendirilmesini-



den zarar eden bankalar, alım-satım hesaplarında tasnif ettikleri finansal borçlarının, cari değerinin düşmesinden kazanç sağlamışlar, daha doğru bir ifade ile bu değer kazanıcı kadar daha az zarar açıklamışlardır. Halbuki aktifin değer kaybının realizasyonu hayli kolay iken, pasifteki bir kalemin 'fair value' ile değerlendirilmesinden sağlanan kazançların realizasyonu pek de mümkün gözükmemektedir.

Keza finansal varlıkların, IAS 39 uyarınca gerçeğe uygun değerleri ile değerlendirilmeleri (maliyet bedeli ile izlenseler) dahi değer azalma testine tabi tutulması gerektiği, dolayısıyla borçluların temerrüdü veya kredi değerliliğindeki düşüşler nedeniyle yaşanacak değer kayıplarının giderleştirilmesi gerektiği unutulmamalıdır. Örneğin vadeye kadar elde tutulacak varlıklar içinde tasnif edilen bir menkul kıymet 'piyasa riski' açısından korunurken, 'kredi riski' açısından değerlendirilmesi ve gerekiyorsa karşılık ayrılması mecburi bulunmaktadır.

Eleştirilebilecek pek çok yönüne rağmen, Uluslararası Muhasebe Standartları halen 100'den fazla ülkede benimsenmiş durumda olup, ABD bile, kendi geliştirdiği muhasebe kurallarını (US GAAP) bırakıp 2014 yılına kadar UFRS'ye geçiş için takvim hazırlamaktadır. Diğer taraftan, ülkelerce, standartların olduğu gibi tercüme edilerek benimsenmesi, kuşkusuz göz ardı edilemeyecek yararlar sağlamakla birlikte, 'küresel nitelikte olmayan' krizlerde hangi sorunlarla karşılaşılacağından bugünden çok iyi tartışılmasında yarar bulunmaktadır.

4. SONUÇ

"...Kaybetmekten kaçınmak yerine, kazanmayı hedefleyen her stratejinin sonucu kesinlikle yenilgidir..."

**John von Neumann
(1903-1957)**

Sonuç olarak makalemizi, oyun kuramının babası sayılan John von Neumann'ın daha 20'li yaşlarında iken yaptığı tespitten hareket-

le, 'bankacılığın kaybetmekten kaçınarak icra edilmesi gereken bir sanat olduğuna', kaybetmekten kaçınarak da kazanılabileceğini, 'kazanmayı hedefleme' ile 'kaybetmekten kaçınmayı hedefleme' arasındaki muazzam farkı yaratan hususun ise temelde 'risk yönetimi' olduğunu hatırlatarak bitiriyoruz.

KAYNAKÇA

1) Altıntaş, M. Ayhan; 'Bankacılıkta Risk Yönetimi ve Sermaye Yeterliliği-5411 Sayılı Bankacılık Kanunu, Basel-I ve Basel-II Düzenlemeleri Çerçevesinde', Turhan Kitabevi, Ankara, Mart 2006

2) Altman, Edward I., Caouette, John B., Narayanan, Paul ve Nimmo, Robert W.J.; 'Managing Credit Risk', Second Edition, Wiley Finance, New Jersey, 2008

3) Bernstein, Peter L.; 'Tanrılara Karşı-Risk'in Olağanüstü Tarihi', Scala Yayıncılık, İstanbul, Ocak 2006,

4) Global Risk Regulator, Volume 6, Issue 10, November 2008

5) Özel, Saruhan; 'Global Dengesizliklerin Dengesi', Alfa Basım-Yayım, İstanbul, Mart 2008

6) Hull, John C.; 'Options, Futures, and Other Derivatives', Seventh Edition, Pearson International Edition, 2009

7) Mandelbrot, Benoît B. ve Hudson, Richard L.; 'Finans Piyasalarında (saklı) Düzen-Risk, çöküş ve kazançta fraktal yaklaşımlar', Güncel Yayıncılık, İstanbul, Haziran 2005

8) Taleb, Nassim Nicholas; 'Siyah Kuğu-Olasılıksız Görünenin Etkisi', Varlık Yayınları, İstanbul, 2008

Dip not

¹BIS-Bank for International Settlements istatistiklerine göre Haziran 2008 itibarıyla

Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu, siyasetler ve sektörden gelen baskılara dayanarak 2008 yılı Ekim ayında sınıflar arasında geçiş yapılabilmesine ilişkin kuralları esnetmiş, bu düzenleme Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu tarafından da tercüme edilerek Kasım ayı başında yayımlanmıştır.

tezhahüstü (OTC-Over the Counter) piyasada işlem gören türev finansal araçların nominal bakiyesi 684 trilyon \$, organize borsalarda işlem gören futures ve opsiyon kontratlarının parasal bakiyesi ise 55,7 trilyon \$'dır. <http://www.bis.org>

²<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2002pdf.pdf>

³Büyük ölçüde mevcut denetim ve gözetim çerçevesinin dışında kalmayı başaran ticari banka dışı finansal kuruluşlar; örneğin Wall

Street yatırım bankaları, hedge fonlar, 'monoline' tabir edilen kredi sigortası satıcıları ile çeşitli yükümlülükleri dolanmak veya yapılandırılmış finansal ürünlerin ihracı için oluşturulmuş özel amaçlı tüzel kişilikler vb...

⁴Bloomberg verilerine göre 2007 yılı başından bu tarafa bankalarca kayıtlara intikal ettirilen kredi zararları 692,5 milyar \$, sigorta şirketlerinde kaydedilen kredi ilişkili kayıplar ise 149,2 milyar \$ seviyesine ulaşmıştır (Financial Times, November 13, 2008). IMF'in toplam kayıp

tahmini 1,4 trilyon \$'dır.

⁵Altıntaş, a.g.e., s.452

⁶Altıntaş, a.g.e., s.452

⁷Altıntaş, a.g.e., s.453

⁸Altıntaş, a.g.e., s.457

⁹Altıntaş, a.g.e., s.452

¹⁰Altıntaş, a.g.e., s.459-460

¹¹Altıntaş, a.g.e., s.460

¹²Normal kredi veya tahvil havuzlarına dayalı CDO tranşına yatırım yapanlar bir anlamda ilgili varlıkta nakden uzun pozisyon almış olurlar. CDS'lere dayalı CDO'larda ise CDO tranşına yatırım yapanlar söz konusu kredi ve tahvillere koruma satmış olurlar. Temerrüt hadiseleri vuku buldukça uğrılan kayıplar CDO tranşlarına yansıtılır.

¹³Bankaların kısa süreler içinde tekrar sat-



mayı veya satın almayı düşündükleri, alım-satım fiyatları arasındaki marjlardan ticari kazanç sağlamayı umdukları veya spekülatif saiklerle edindikleri asıl veya türev finansal varlık ve borçların kaydedildiği hesaplar 'alım-satım hesabı' olarak tanımlanmaktadır. Alım-satım hesapları, prensip olarak bilançoda 'gerçeğe uygun değerleri' ile değerlendirilir, sermaye yeterliliği düzenlemeleri açısından da 'piyasa riski' sermaye yükümlülüğüne tabi tutulur.

¹⁴Altıntaş, a.g.e., s.457

¹⁵Basel-II uzlaşısında kredi türevlerinden 'toplam getiri swapları' ile 'kredi temerrüt swapları' risk azaltıcı teminat olarak, koruma alıcısının ihraç ettiği ve koruma satıcısının nakit karşılığı satın aldığı 'krediye bağlı tahviller' ise nakit karşılıklı işlem olarak kabul edilmektedir. Bu doğrultuda BDDK tarafından 3 Kasım 2006 tarih ve 26335 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 'Kredi Türevlerinin Standart Metoda Göre Sermaye Yeterliliği Standart Oranı Hesaplamasında Dikkate Alınmasına İlişkin Tebliğ' ile alım-satım hesapları veya bankacılık hesaplarında kayıtlı kredi türevleri ile kredi türevlerinin ilgili bulunduğu referans varlıkların piyasa riskine esas tutar ile kredi riskine esas tutara dahil edilmesiyle ilgili esaslar açıklanmış ve bir anlamda Basel-II'nin kredi türevleri ile ilgili düzenlemeleri, ülkemizde yürürlükte bulunan Basel-I düzenlemesine monte edilmiştir (Tebliğde 11 Haziran 2008 tarihinde değişiklik yapılmıştır). <http://www.bddk.org.tr>

¹⁶Spesifik risk, piyasa riski bileşenlerinden birisidir. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) çerçevesinde pazarda işlem gören herhangi bir menkul kıymetin toplam riski 'pazar riski' ve 'firma riski' olarak iki kısma ayrıştırılabilir. Sermaye yeterliliği mevzuatında 'spesifik risk' ile kastedilen menkul kıymet ihraççısının özel koşullarından kaynaklanacak firma riskidir. Pazar (piyasa) riski çeşitlendirme ile azaltılamazken firma riski (spesifik risk) çeşitlendirme ile azaltılabilir. Piyasa riskine tabi hesaplar için, türevler hariç, genellikle ayrıca kredi riski yükümlülüğü aranmamasının sebebi, piyasa riski içinde kredi riski yükümlülüğünü karşılayacak spesifik risk yükümlülüğünün bulunmasıdır.

¹⁷Sahip olunan varlığın, aynı işlev ve kullanım ömrüne sahip, verimlilik ve karlılık gibi unsurlar bakımından benzer nitelikte olan diğer bir varlıkla ikame edilmesi için katlanılması gereken maliyete eş değerdir.

¹⁸Kısa vadeli ticari-alım satım konu etmek yerine, faiz veya temettü gibi dönemsel gelirinden yararlanmak amacıyla edinilen kredi ve diğer finansal yatırımların izlendiği, bilançonun 'alım-satım' hesapları dışında kalan bölümü 'bankacılık hesapları' olarak da isimlendirilir. Bankacılık hesapları, prensip olarak 'kredi riski' sermaye yükümlülüğüne tabidir. Bankacılık hesapları nedeniyle karşılaşılan faiz riski, piyasa riski faiz bileşeninden ayrı olarak, 'yapısal faiz oranı riski' olarak değerlendirilir.

¹⁹Altıntaş, a.g.e., s.458

²⁰Altıntaş, a.g.e., s.458

²¹Kredi türevleri ve fiyatlamaları konusunda; Hull, a.g.e., s.517-543'e müracaat edilebilir.

²²Financial Times, 'Emerging nations hit by growing debt fears', October 14 2008, s.18

²³Altınman ve diğerleri, a.g.e., s.412'de 'Bear Stearns' kaynak gösterilerek kredi türevleri vasıtasıyla koruma alan ve satan kuruluşların yüzde dağılımları verilmiştir. Buna göre koruma satan kuruluşların başında %45 payla bankalar (%36'sı alım-satım amaçlı-%9'u kredi portföyü için), %32 payla hedge fonlar, %8 payla monoline sigorta şirketleri, %5 payla diğer sigorta şirketleri, %4 payla reasürans sigorta şirketleri ve yine %4 payla emeklilik fonları gelmektedir. Koruma satın alanlara bakıldığında da başta %59 payla bankalar (%39'u alım-satım amaçlı-%20'si kredi portföyü için), %28 payla da hedge fonlar gelmektedir.

²⁴Altıntaş, a.g.e., s.459

²⁵Altıntaş, a.g.e., s.459

²⁶Küresel krizin tohumlarını eken ekonomik politikalar, gerekçeleri ve finansal sektördeki uygulamalar için; Özel, a.g.e., Bölüm 1 ve Bölüm 2'ye başvurulabilir.

²⁷Ekonomik sermaye, bankanın hedeflediği maksimum kredi değerliliğine (minimum iflas etme olasılığına) ulaşmak için sahip olması gereken, 'beklenmeyen kayıpları' karşılayacak optimal sermaye miktarıdır.

²⁸Avrupa Birliği, Basel-II uzlaşısını 2006 yılında kabul edilen 'Capital Requirements Directive-CRD' ile adapte etmiş, Basel-II standart yöntemlerinin 2007 yılı başından, ileri-gelişmiş yöntemlerin ise 2008 yılı başından itibaren uygulanması öngörülmüştür. ABD'nin Basel-II'yi hangi tarihte ve hangi kapsamda zorunlu tutacağı hala tam olarak bilinmemekte, ancak geçişin 2010 yılından önce mümkün olmayacağı anlaşılmaktadır.

²⁹Global Risk Regulator, 'Basel regulators finalising an 'avalanche' of new proposals', Volume 6, Issue 10, November 2008.

³⁰ABD'de bankacılığın denetiminde federal düzeyde Hazine Bakanlığı birimi OCC (Office Of the Comptroller of the Currency), Merkez Bankası FED (Federal Reserve) ve mevduat sigorta kurumu FDIC'nin (Federal Deposit Insurance Corporation) dahil bulunurken Eyaletlerin kendi bankacılık denetim departmanları da bulunmaktadır. ABD'de özel ihtisas bankaları için federal düzeyde ayrı denetim ve koruma sistemleri de oluşturulmuştur. Sermaye piyasalarının denetimi SEC'e (Securities Exchange Commission) bırakılırken, sigorta şirketlerinin denetimi için federal düzeyde yetkili bir otorite bulunmamaktadır. Buna mukabil Birleşik Krallık tüm sektörlerin denetimini 1990'lı yılların sonunda kurulan FSA'de (Financial Services Authority) toplamıştır.

³¹En küçük parçası en büyük parçasının kopyası olan şekil ve yapılanmalar.

³²Global Risk Regulator, 'Rating agencies

receive Congressional roasting', Volume 6, Issue 10, November 2008

³³Finansal araçlara ilişkin, geçmişte Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi (IASC) veya günümüzde Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB) tarafından yayımlanmış, birbirini tamamlar mahiyette iki Uluslararası Muhasebe Standardı (UMS) bir de Uluslararası Finansal Raporlama Standardı (UFRS), dolayısıyla Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu tarafından bunlardan tercüme edilerek ülkemizde de yürürlüğe sokulan iki Türkiye Muhasebe Standardı (TMS) ve bir de Türkiye Finansal Raporlama Standardı (TFRS) bulunmaktadır:

► 'Finansal Araçlar:Sunum' başlıklı 32 no.lu UMS-TMS (Financial Instruments:Presentation, IAS 32),

► 'Finansal Araçlar:Muhasebeleştirme ve Ölçme' başlıklı 39 no.lu UMS-TMS (Financial Instruments:Recognition and Measurement, IAS 39)

► 'Finansal Araçlar: Açıklamalar' başlıklı 7 no.lu UFRS-TFRS (Financial Instruments:Disclosure, IFRS 7)

Uluslararası Muhasebe Standardı (UMS) 32'de finansal araçlar "bir işletmenin finansal varlığı ile diğer bir işletmenin finansal borcunda ya da özkaynağa dayalı finansal aracında artışa neden olan herhangi bir sözleşmedir" şeklinde tanımlanmıştır. <http://www.tmsk.org.tr>

³⁴Global Risk Regulator, 'Why fair value concept deserves a fair hearing', Volume 6, Issue 10, November 2008. UFRS ve US GAAP arasındaki temel farklılıklar için: <http://www.iasplus.com/usa/ifrsus.htm>

³⁵Bernstein, a.g.e., s.264

*Prof. Dr. İlhan Uludağ (hanımefendinin) aziz hatırasına

Eleştirilebilecek pek çok yönüne rağmen, Uluslararası Muhasebe Standartları halen 100'den fazla ülkede benimsenmiş durumda olup, ABD bile, kendi geliştirdiği muhasebe kurallarını (US GAAP) bırakıp 2014 yılına kadar UFRS'ye geçiş için takvim hazırlamaktadır.

