

T.C
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI

VADELİ İŞLEM BORSALARININ FİNANSAL PİYASALARA
ETKİSİ VE TÜRKİYE ÜZERİNE UYGULAMALARI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Hakan KAYA

Tez Danışmanı
Yrd. Doç. Dr. Metin SARAÇOĞLU

Ankara–2010

T.C
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT BİLİM DALI

VADELİ İŞLEM BORSALARININ FİNANSAL PİYASALARA
ETKİSİ VE TÜRKİYE ÜZERİNE UYGULAMALARI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Hakan KAYA

Tez Danışmanı
Yrd. Doç. Dr. Metin SARAÇOĞLU

Ankara–2010

ONAY

Hakan KAYA tarafından hazırlanan “Vadeli İşlem Borsalarının Finansal Piyasalara Etkisi Ve Türkiye Üzerine Uygulamaları” başlıklı bu çalışma 23.12.2010 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda (oy birliği/oy çokluğu) ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İktisat Anabilim dalında Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

.....

Prof.Dr. Serdar ALTINOK (Başkan)

.....

Doç.Dr. İbrahim TOKATLIOĞLU

.....

Yrd.Doç.Dr. Metin SARAÇOĞLU

ÖNSÖZ

Türev ürün piyasalarının günümüzdeki önemi hem dünyada hem de ülkemizde gittikçe artmaktadır. 1880'lerden itibaren mal piyasalarında kullanılan, 1970'li yıllardan sonra da finansal piyasalarda kullanılmaya başlanan türev ürünler dünyada değişen şartlar sonucu ortaya çıkan yeni risk yönetim anlayışının önemli bir unsuru haline gelmiştir.

Ülkemizde 1980'lerden itibaren finansal liberalleşmeye gidilmesi, yeni finansal araçların gelişmesine yol açmış, bu tarihten itibaren sermaye piyasalarının gelişimine bağlı olarak türev ürün piyasalarında da ilk kıpırdanmalar başlamıştır. 2001 yılında yaşanan ekonomik krizin ardından dalgalı döviz kuru sistemini benimseyen ülkemizde döviz kuru riskinin getirdiği baskıların da etkisiyle ilk vadeli işlemler İMKB bünyesinde yapılmaya başlanmıştır. 2005 yılında ise bu piyasaya özgü bir borsanın kurulması vadeli işlemlerin hızlı artışını da beraberinde getirmiştir.

2008 yılının son çeyreğinde başlayarak 2009 yılında etkisini derinleştiren küresel finansal krizin derinleşmesinde türev piyasalarının da rolü olduğu literatürde sıklıkla işlenen konulardan biri olmuştur. Bu durum, türev işlem hacmini artırmaya çalışan ülkemiz için de özellikle analiz edilmesi gereken bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Türev ürünlerin tartışma alanına dâhil edilen bir diğer husus da bu piyasaların para ve maliye politikalarının işlevselliğini etkileme gücüdür.

Bu çalışmanın amacı da bu tartışmalar çerçevesinde türev ürün piyasalarının dünyadaki ve ülkemizdeki mevcut durumunu ve gelişimini analiz etmek, para ve maliye politikalarındaki önemine ve rolüne açıklık getirmek ve yapılan analizler çerçevesinde ülkemizde bu piyasalara işlerlik kazandırmaktan sorumlu organizasyon olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsa'sının işleyişine ilişkin öneriler getirmektir.

Tez alışması esnasında özverili desteğini esirgemeyen, bilgi ve tecrübesi ile yol gösterici olan danışmanım Sayın Yrd. Doç. Dr. Metin SARAÇOĞLU'na, hayatımın her anında olduğu gibi tez çalışmam sırasında da bana yardımcı olan ve değerli önerilerini benimle paylaşan ağabeyim Abdullah KAYA'ya ve varlıklarıyla bana güç veren aileme, çalışmada sıkıntıya düştüğüm konularda kendisinden her zaman destek gördüğüm arkadaşım Hakkı KARATAş'a, tez süresince her konuda sabırla yardımlarını benden esirgemeyen sevgili eşim Ayşegöl KAYA'ya teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER	iii
KISALTMALAR DİZİNİ	vii
TABLolar DİZİNİ	x
ŞEKİLLER DİZİNİ	xi
GİRİŞ	1
1. GENEL OLARAK FİNANSAL PİYASALAR	4
1.1. FİNANSAL PİYASA YAPILANMASI	4
1.1.1. Fon Arz Edenler	6
1.1.2. Fon Talep Edenler	6
1.1.3. Finansal Kurumlar	6
1.1.4. Finansal Araçlar	7
1.1.5. Hukuki ve İdari Düzen	7
1.2. FİNANSAL PİYASA TÜRLERİ	7
1.2.1. Sürelerine Göre Ayrım (Para ve Sermaye Piyasaları)	7
1.2.2. Örgütlenme Biçimine Göre Ayrım (Organize ve Tezgahüstü Piyasalar)	9
1.2.3. Finansal Varlığın Piyasaya Sunulma Durumuna Göre Ayrım (Birincil ve İkincil Piyasalar)	10
1.2.4. Fon Transfer Biçimine Göre Ayrım	11
1.2.5. Spot ve Türev Piyasalar	12
1.3. FİNANSAL PİYASALARDA YER ALAN OYUNCULAR	13
1.3.1. Finansal Kurumların Fonksiyonları	13
1.3.2. Finansal Kurumların Çeşitleri	15
1.4. FİNANSAL PİYASA ARAÇLARI	23
1.4.1. Finansal Araçların Tanımı ve Özellikleri	23
1.4.2. Para Piyasası Araçları	25
1.4.3. Sermaye Piyasası Araçları	28

1.5. FİNANSAL PİYASALARIN EKONOMİ POLİTİKALARINDAKİ ROLÜ VE ÖNEMİ.....	36
1.5.1. Para Politikası Açısından Finansal Piyasaların Önemi	37
1.5.2. Maliye Politikası Açısından Finansal Piyasaların Önemi.....	38
2. TÜREV ÜRÜN PİYASALARI.....	40
2.1. TÜREV ÜRÜNLERİN ORTAYA ÇIKIŞI VE TARİHSEL GELİŞİMİ.....	40
2.2. TÜREV ÜRÜN PİYASALARININ TEMEL FONKSİYONLARI	44
2.2.1. Risk Yönetimi.....	44
2.2.2. Spekülasyon	45
2.2.3. Arbitraj	47
2.2.4. Geleceğe Yönelik Fiyat Keşfi	47
2.2.5. Alım Satım Kolaylığı.....	48
2.2.6. Güvence ve Likidite Sağlama	48
2.2.7. Üretim Verimliliğini Artırma	49
2.2.8. Otomatik İstikrar Sağlayıcılığı	49
2.2.9. Ekonomi Politikaları Müdahalelerinde Esneklik Sağlama.....	49
2.2.10. Uluslararası Fon Transferini Artırma.....	50
2.3. TÜREV ÜRÜN PİYASALARI VE İŞLEYİŞ MEKANİZMASI	50
2.3.1. Forward Sözleşmeler	50
2.3.2. Future Piyasalar.....	55
2.3.3. Swap Piyasalar	60
2.3.4. Opsiyonlar.....	63
2.4. DÜNYADAKİ TÜREV ÜRÜN PİYASASI GÖRÜNÜMÜ	66
2.4.1. Kuzey Amerika.....	66
2.4.2. Latin Amerika.....	67
2.4.3. Avrupa	67
2.4.4. Asya-Pasifik	68
2.5. VERİLERLE VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSALARI.....	69
2.6. TÜRKİYE'DE TÜREV ÜRÜN PİYASALARININ TARİHÇESİ VE GELİŞİMİ.....	73
3. TÜRKİYE VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI: VOB. A.Ş.....	77
3.1. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NIN TARİHÇESİ	77

3.2. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NIN KURULUŞ AMACI.....	78
3.3. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NIN ORTAKLIK YAPISI...	79
3.4. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NDA İŞLEM GÖREN ÜRÜNLER.....	80
3.5. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI ÇALIŞMA ESASLARI.....	97
3.6. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NDA TAKAS MERKEZİ	99
3.7. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NDA GARANTİ FONU....	101
3.8. VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİNDE POZİSYON ALIMİ	103
3.9. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NDA POZİSYON LİMİTLERİ	104
3.10. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NDA TEMİNATLANDIRMA	104
3.11. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NDA SEANS SAATLERİ VE TEMERRÜT	106
3.12. VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİNİN SEÇİMİ.....	108
3.13. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NDA TÜREV İŞLEMLERİN GÖRÜNÜMÜ	109
4.TÜREV ÜRÜN PİYASALARININ FİNANS SEKTÖRÜ AÇISINDAN ÖNEMİ	115
4.1. TÜREV ÜRÜN PİYASALARININ FİNANS SEKTÖRÜNDEKİ YERİ	115
4.2. TÜREV ÜRÜN PİYASALARININ EKONOMİ POLİTİKALARI AÇISINDAN ÖNEMİ	117
4.2.1. Türev Ürün Piyasalarının Para Politikası Açısından Önemi	117
4.2.2. Türev Ürün Piyasalarının Maliye Politikası Açısından Önemi ...	122
4.3. TÜREV ÜRÜN PİYASALARI İLE SPOT ÜRÜN PİYASALARI ARASINDAKİ İLİŞKİ.....	124
4.4. TÜREV ÜRÜNLERİN TAŞIDIKLARI RİSKLER VE FİNANSAL KRİZ DÖNEMLERİNDEKİ ROLÜ	128
4.4.1. Spekülatif Amaçlı Aşırı Kullanımı	130
4.4.2. Türev Ürünlerin Denetim Dışı İşlem Görmesi	130
4.4.3. Türev Ürünlerin İşlem Hacminin Oldukça Büyük Tutarlara Ulaşması.....	130

4.4.4. Türev Ürünlerin Bilançoda Gösterilmemesi.....	131
4.4.5. Türev Ürünlerin Az sayıdaki Piyasa Katılımcısında Yoğunlaşması.....	131
4.4.6. Türev Ürünlerin Riskten Kaçınmak İçin Kullanılmalarına Rağmen Risksiz Araç Olmamaları.....	131
SONUÇ	138
KAYNAKÇA	144
ÖZET	152
ABSTRACT	154

KISALTMALAR DİZİNİ

AB	:Avrupa Birliği
ABD	:Amerika Birleşik Devletleri
ADEX	:Atina Vadeli İşlemler Borsası (Athens Derivatives Exchange)
ASE	:Atina Menkul Kıymet Borsası (Athens Stock Exchange)
A.Ş.	:Anonim Şirketi
BBF	:Rio de Janeiro - Brezilya Vadeli İşlemler Borsası (The Bolsa Brasileira de Futuros)
BCE	:Budapeşte Emtia Borsası (Budapest Commodity Exchange)
BDDK	:Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BET	:Budapeşte Menkul Kıymetler Borsası (Budapest Stock Exchange)
BIS	:Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements)
BM&F	:Brezilya Ticaret ve Vadeli İşlem Borsası (Brazilian Securities, Commodities and Futures Exchange)
BMSP	:Sao Paulo Emtia Borsası (The Sao Paulo Commodities Exchange)
BSE	:Bombay Menkul Kıymet Borsası (Bombay Stock Exchange)
CBOT	:Chicago Ticaret Kurulu (Chicago Board of Trade)
CBOE	:Chicago Opsiyon Borsası (Chicago Board Options Exchange)
CME	: Chicago Ticaret Borsası (Chicago Mercantile Exchange)
DİBS	:Devlet İç Borçlanma Senetleri
EFT	:Elektronik Fon Transferi

EURONEXT	:Pan Avrupa Menkul Kıymetler Borsası (European Stock Exchange)
FIA	:Future Industry Associaton
FORTS	:Rusya Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası
GSYH	:Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
HM	:Hazine Müsteşarlığı
İMKB	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
ISDA	:International Swaps and Derivatives Association
İTB	:İzmir Ticaret Borsası
KCBOT	:Kansas City Ticaret Kurulu (Kansas City Board of Trade)
KOSPI	:Kore Birleşik Hisse Senedi Fiyatı Endeksi (Korea Composite Stock Price Index)
KRX	:Kore Vadeli İşlem Borsası (Korea Exchange)
LIFFE	:Londra Uluslararası Mali Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (The London International Financial Futures and Options Exchange)
LME	:Londra Maden Borsası (London Metal Exchange)
MATBA	:Buenos Aires Vadeli İşlem Borsası (Mercado a Término de Buenos Aires)
MICEX	:Moskova Bankalar Arası Döviz Borsası (Moscow Interbank Currency Exchange)
NSE	:Hindistan Menkul Kıymetler Borsası (National Stock Exchange of India)
NYSE	:New York Menkul Kıymetler Borsası (New York Stock Exchange)

ROFEX	:Rosario Ticaret Borsası (The Rosario Board of Trade)
RTS	:Rusya Menkul Kıymet Alım – Satım Sistem (Russian Trading System Stock Exchange)
SHFE	:Şangay Vadeli İşlemler Borsası (Shanghai Futures Exchange)
SPCEX	:Saint - Petersburg Menkul Kıymetler Borsası (Saint Petersburg Currency Exchange)
SPK	:Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TSPAKB	:Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumları Birliği
TTK	:Türk Ticaret Kanunu
VDMK	:Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
VOB	:Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1: Global Döviz Piyasaları Dönüş Hızı (Milyar \$)	70
Tablo 2: Organize Borsalarda Kontrat Bazında Global Türev İşlem Adedi ..	70
Tablo 3: Organize Türev Borsalardaki Enstrümanlara Göre Dağılım (adet).	71
Tablo 4: Dünyada Organize Türev Borsalardaki Kontratların Bölgesel Dağılımı (ABD Doları)	72
Tablo 5: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının Ortaklık Yapısı	79
Tablo 6: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda İşlem Gören Sözleşmeler.....	80
Tablo 7: VOB – İMKB 30 Vadeli İşlem Sözleşmesinin Özellikleri.....	81
Tablo 8: VOB – İMKB 100 Vadeli İşlem Sözleşmesinin Özellikleri.....	83
Tablo 9: VOB–TLDolar Vadeli İşlem Sözleşmesinin Özellikleri.....	85
Tablo 10: VOB–TLEuro Vadeli İşlem Sözleşmesinin Özellikleri.....	87
Tablo 11: VOB–G–DİBS Vadeli İşlem Sözleşmesinin Özellikleri	88
Tablo 12: VOB– Anadolu Kırmızı Buğday Vadeli İşlem Sözleşmesinin	91
Tablo 13: VOB–Egepamuk Vadeli İşlem Sözleşmesinin Özellikleri	94
Tablo 14: VOB–Altın Vadeli İşlem Sözleşmesinin Özellikleri	96
Tablo 15: Garanti Fonu Katkı Payı.....	102
Tablo 16: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Teminat Çeşitleri.....	106
Tablo 17: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Seans Saatleri	106
Tablo 18: Yıllar İtibarıyla VOB İşlem Adedi ve İşlem Hacmi.....	110
Tablo 19: VOB'da İşlem Gören Sözleşme Hacimlerinin Yıllık Gelişimi (bin TL)	111
Tablo 20: VOB'da İşlem Gören Sözleşme Hacimlerinin Yıllık Gelişimi (adet)	112

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1: Finansal Sistemin İşleyiş Mekanizması	5
Şekil 2: Organize Borsalardaki Türev Ürünlerin Bölgesel Dağılım Grafiği....	73
Şekil 3: İşlem Hacminin Kontrat Bazında Yıllık Gelişimi (TL)	110
Şekil 4: 2008–2009 Yılları VOB'un Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacminin (adet) Yüzdesel Dağılımı	113
Şekil 5: 2008–2009 Yılları VOB'un Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacminin (TL) Yüzdesel Dağılımı	113

GİRİŞ

Tarih boyunca ortaya çıkan ekonomik ve finansal krizlerin temelinde finans sektörünün yeterince denetlenmemesi yatmaktadır. Bu sebeple birçok ülke zaman içinde bu sektörü diğer sektörlerle oranla daha sıkı düzenleme ve denetleme yoluna gitmiştir. Bu durum ise sektörün özellikle teknolojiye gelişimine paralel olarak yeni ürünler çıkarmasına sebep olmaktadır. Ayrıca paranın zaman değerinin gün geçtikçe daha önemli hâle gelmesi, küresel finans sektörünün gelişimine bağlı olarak sektör içindeki yoğun rekabet gibi diğer etkenler sebebiyle finansal kuruluşlar yeni ürünler geliştirme konusunda bir hayli tecrübe kazanmışlardır.

Küresel finans sektörünün sisteme kazandırdığı yeni ürünlerin en sonuncusu türev ürünler piyasalarıdır. Çok genel anlamıyla türev ürünler, değeri bir başka varlığın değerine endekslenmiş varlıklar olarak adlandırılmaktadır¹. Ülkemizde türev ürün piyasaları gelişmiş ülkelere göre çok daha geri planda kalmaktadır. Bu durum bir yandan dezavantaj gibi görünmekle beraber özellikle 2008 küresel finans krizinin ortaya çıkmasında ve yayılmasında bu piyasaların önemli rolü olduğu tespitinden hareketle avantaj olarak da düşünülmektedir.

Son yıllarda gelişmiş ülkelerin finans piyasalarında hızla önemli yer edinen türev ürünler ülkemiz finansal piyasalarında henüz gelişme aşamasındadır. Doğru amaçlar için kullanılan ve doğru bir şekilde dizayn edilip denetlenen türev ürünlerin finans piyasalarına derinlik kazandırdığı, riski dağıtmada yardımcı olduğu ve geleceğe yönelik karar almayı kolaylaştırdığı aşîkârdır.

2008 yılının son aylarında başlayan ve hâlen etkisini sürdüren küresel finans krizinin ortaya çıkmasında ve yayılmasında türev ürün piyasalarının da önemli rolü olduğu gözlemlenmektedir. Bu tespit, türev ürün piyasalarının

¹Aytaç Dikmen, “Türkiye’de Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişimi Perspektifinde Hisse Senedi Endeks Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Gelişimi ve Spot Piyasa ile Etkileşimi”, SPK Yeterlik Etüdü, 2008, s. 5

zararlı olduğu anlamına gelmemektedir. Aksine, türev ürünlerin riski azalttığı ve böylece geleceğı daha iyi tahmin ederek güven bunalımını ortadan kaldırdığı, böylece ekonomik ve finansal istikrara katkıda bulunduğu teorik olarak ispatlanmıştır. Ancak, bu piyasalara ilişkin temel sorun şeffaflık eksikliği ve türev ürünlerin dizaynında yaşanan pratik hatalarıdır.

Bu tespitten hareketle bu tez çalışmasının konusu türev ürünlerin işlem gördüğü vadeli işlemler piyasalarının Türkiye'deki sermaye piyasalarına ne şekilde katkıda bulunduğunun tespit edilmesi, Türkiye'deki uygulamaların ekonomi politikası açısından değerlendirilmesi ve türev ürün piyasalarının yaşadığımız krizden çıkarılacak derslerle nasıl düzenlenmesi ve denetlenmesi gerektiğidir.

Tezin amacına paralel olarak öncelikle finansal piyasalar hakkında genel bir çerçeve sunulacaktır. Bu çerçevede finansal piyasaların tanımına, piyasada yer alan aktörlere, finansal ürünlere ve sistemin işleyiş mekanizmasına yer verilecek, finans sektörünün ekonomi politikaları uygulamasındaki önemine değinilecektir.

İkinci bölümde ise finansal piyasalarda son yıllarda önemi artan vadeli işlem piyasaları ve türev ürünler hakkında genel bir bilgi verilecektir. Bu kapsamda ilk etapta vadeli işlemler borsalarının ortaya çıkışı, tarihçesi ve geçirdiğı aşamalar irdelenecektir. Daha sonra ise bu borsalarda işlem gören ürünler ve bu ürünlerin işleyiş mekanizması hakkında bilgi verecek, türev ürün piyasalarının fonksiyonlarına değinilecektir. Dünyadaki türev piyasa görünümü bölgesel olarak incelenecek ayrıca Türkiye'de türev ürün piyasalarının tarihsel gelişiminden bahsedilecektir.

Üçüncü bölümde ise Türkiye'de yeni kurulan ve hâlen gelişme aşamasında bulunan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'na değinilecektir. Bu bağlamda VOB'un tarihçesine ve kuruluş amacına yer verilerek, Borsa'nın ortaklık yapısına ve çalışma esaslarına değinilecektir. Ayrıca Borsa'da işlem gören ürün sözleşmeleri detaylı şekilde ele alınacak ve Borsa'nın işleyişiyle ilgili bilgi verilecektir. Son olarak ise Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda gerçekleştiren türev işlemlerle ilgili veriler sunularak analiz edilecektir.

Dördüncü bölümde türev ürün piyasalarının finans sektöründeki yerine ve bu piyasaların ekonomi politikalarındaki önemine değinilecektir. Ayrıca Türev ürün piyasaları ile spot ürün piyasaları arasındaki ilişki incelenecek, türev ürünlerin taşıdıkları riskler ve finansal kriz dönemlerindeki rolleri açıklanacaktır.

Sonuç bölümünde ise Türkiye'deki vadeli işlemler piyasalarının daha etkin çalışarak finans sektörüne ve dolayısıyla ekonomi politikalarının uygulanmasına daha da faydalı olabilmesi için ne gibi önlemlerin alınması gerektiği hususu değerlendirilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

Çalışmanın bu bölümünde finansal piyasalar tanımlanarak, finansal piyasa türleri ve bu piyasaların ekonomideki yeri incelenmekte ayrıca finansal piyasalarda yer alan oyuncular ve finansal piyasa araçları ayrıntılı olarak ele alınmaktadır.

1. GENEL OLARAK FİNANSAL PİYASALAR

1.1. FİNANSAL PİYASA YAPILANMASI

“Dolaylı ve dolaysız finansman yöntemleriyle kaynak (fon) ihtiyaçlarını karşılamaya çalışan kişi ve kuruluşlarla, ihtiyacından fazla kaynağa sahip bulunan ve bunları belli bir bedel karşılığında değerlendirmeyi arzulayan kişi ve kuruluşların bir araya geldikleri, karşılıklı çıkarlar doğrultusunda söz konusu kaynakların el değiştirdiği ortamlar” finansal piyasalar olarak tanımlanmaktadır².

“Finansal sistem içerisinde kısa ve uzun vadeli sermaye hareketlerinin karşılıklı etkileşimde bulunduğu organizasyonlar” olarak da tanımlanan finansal piyasalar, fon talep edenler ve fon arz edenlere ek olarak fon alım satımına aracılık eden finansal kurumlar ile fon akımını sağlayan araç ve gereçler ve bu işlemlerde düzeni sağlayan hukuki kurallar ile kurumların tamamını kapsamaktadır³.

² Ayşe Aksel Eyüboğlu, **Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları: Yapısı, İşleyiş Mekanizmaları ve Bazı Ülke Örnekleri**, Ankara, SPK Yayınları, No: 21, 1995, s. 3.

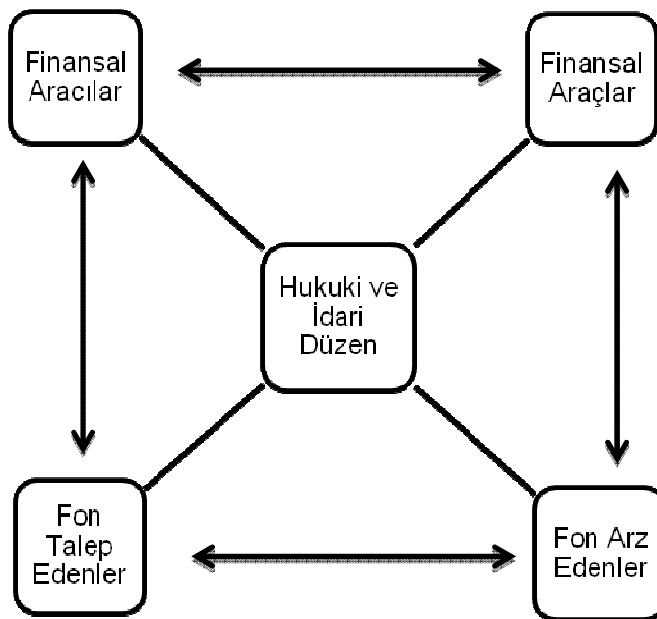
³ Erdem Tonguç, Para Politikaları ve Finansal Piyasalar, (Erişim) <http://www.genbilim.com/content/view/1398/89/>, 22 Temmuz 2010.

Finansal sistemi oluşturan unsurlar beş grupta toplanabilir. Bunlar⁴:

1. Fon arz edenler (Tasarruf sahipleri),
2. Fon talep edenler (Yatırımcılar),
3. Finansal kurumlar
4. Finansal araçlar
5. Hukuki ve idari düzendir

Finansal sistemin işleyişi aşağıdaki şekilde özetlenmektedir.

Şekil 1: Finansal Sistemin İşleyiş Mekanizması



⁴ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)

http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 75.

1.1.1. Fon Arz Edenler

Fon arz edenler, gelirleri giderlerinden fazla olan ve bu fazlalıkları tasarrufta bulunan ekonomik birimler olarak tanımlanabilir. Hanehalkı, firma, devlet ve yurtdışı birimlerinden oluşan “fon arz edenler” kabul edilebilir bir getiri karşılığında bugünkü gelirlerini gelecekte elde edecekleri gelirler ile değiştirerek finansal sisteme fon sunarlar⁵.

1.1.2. Fon Talep Edenler

Fon talep edenler, fon arz edenlerin tam aksine harcamaları gelirlerinden daha fazla olan, bu nedenle fon açığı bulunan birimlerdir. Fon talep edenler, fon açıklarını kapatmak amacıyla finansal araçlar aracılığıyla fon arz edenlerin fonlarını kullanarak fon arz edenlere ekonomik yarar sağlarlar. “Bu bağlamda, fon talep eden ekonomik birimler; hanehalkı, firma, devlet ve yurtdışı birimlerdir”⁶.

1.1.3. Finansal Kurumlar

Finansal sistem içinde fon arz edenler ve fon talep edenleri buluşturan kurumlar “finansal kurumlar” olarak adlandırılmaktadır. Söz konusu kurumlar fon akışı sırasında oluşabilecek gecikmeleri önlemek gibi önemli fonksiyonlara sahiptir⁷.

⁵ Türkan Yılmaz, “Bilgi Toplumuna Geçiş Sürecinin Türkiye’de Finansal Piyasalar Üzerine Etkisi”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2006, s. 21.

⁶ Yılmaz, a.g.e., s. 21.

⁷ Yılmaz, a.g.e., s. 22.

1.1.4. Finansal Araçlar

Finansal sistemde fon arz eden birimler ile fon talep eden birimler arasındaki borç-alacak ilişkisi ve mülkiyet ilişkisini yansıtan belgelere “finansal araçlar” adı verilmektedir. Finansal sistemde birbirinden farklı özelliklere sahip finansal araçlar bulunmaktadır⁸.

1.1.5. Hukuki ve İdari Düzen

Bir ekonomide finansal sistemin etkin olabilmesi için, sistemin işleyişini düzenleyecek ve herhangi bir problem durumunda çözüme yardımcı olacak hukuki ve idari düzenlemelere ihtiyaç vardır. Kanun ve yönetmeliklerle yasal ve idari düzenlemeleri gerçekleştirmeden sorumlu birim ise devlettir. Devlet hukuki çerçeveyi belirlemenin yanında denetleme kurumları sayesinde piyasayı da denetlemektedir⁹.

Finansal sistemde finansal varlıkların alınıp satıldığı yer olarak tanımlanan “finansal piyasalar” kendi içlerinde birbirleriyle bağlantılı olan alt piyasalardan oluşmaktadır. Finansal piyasaları, biçimsel olarak farklı ölçütlere göre sınıflandırmak mümkündür¹⁰.

1.2. FİNANSAL PİYASA TÜRLERİ

1.2.1. Sürelerine Göre Ayrım (Para ve Sermaye Piyasaları)

Ödünç verilen/alınan fonların süreleri göz önüne alındığında finansal piyasalar, para piyasaları ve sermaye piyasaları olarak ikiye ayrılabilir. İşletmelerin kısa süreli fon ihtiyaçlarını karşılayabildikleri para piyasaları “1 yıl

⁸ Yılmaz, a.g.e., s. 22.

⁹ Yılmaz, a.g.e., s. 22.

¹⁰ Yılmaz, a.g.e., s. 26.

ve daha az süreli fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar” olarak tanımlanırken yatırım ve konut kredileri gibi orta ve uzun vadeli fonların alım ve satımının yapıldığı piyasalar olan sermaye piyasaları ise “geniş anlamda, orta ve uzun vadeli (1 yıl ve daha uzun) fon arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar” olarak tanımlanmaktadır. Teknik anlamda ise sermaye piyasası, hisse senetleri ve tahvil piyasalarını bünyesinde barındırır¹¹.

Para ve sermaye piyasaları birbiri içine geçmiş piyasalar olarak işlemektedir. Bununla beraber aralarındaki bazı temel farkları belirlemek mümkündür.

Tanımından da anlaşılabileceği gibi her iki piyasa arasındaki temel farklılık ödünç alınan/verilen fonların süresidir. Para piyasalarında süre kısa vadeli (1 yıl ve daha az) iken sermaye piyasalarında orta ve uzun vadeli (1 yıldan uzun) fon alım satımı söz konusudur¹².

Her iki piyasayı ayıran bir diğer özellik de piyasaların işlevidir. Para piyasalarına genellikle geçici nitelikteki finansman ihtiyacı için başvurulurken sermaye piyasalarına sabit yatırımların ve çalışma sermayesinin finansmanı için başvurulmaktadır¹³.

Para piyasasının kısa vadeli olması sebebiyle buradan temin edilebilecek fon kaynakları da devamlılığı olmayan resmî, ticari ve vadesiz mevduatlardır. Sermaye piyasalarının fon kaynakları ise piyasanın işleyiş amacına paralel olarak devamlılık gösteren gerçek tasarruflar olmaktadır¹⁴.

Fonlarını para ve sermaye piyasalarında değerlendirmek isteyen ekonomik birimler, getiri oranına ve süreye bakarak kendi çıkarlarına en uygun yere yatırım yapmakta, fon talep edenler de kendi çıkarları doğrultusunda istediği piyasadan ihtiyaçlarını karşılayabilmektedir.

¹¹ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)
http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 78.

¹² Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)
http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 78.

¹³ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)
http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 78.

¹⁴ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)
http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 78.

Para ve sermaye piyasaları arasında sürekli bir fon akışı bulunmakta ve bu fon akışı para ve sermaye piyasalarına hizmet veren finansal kurumlar aracılığıyla sağlanmaktadır. Birbiriyle etkileşim halinde olan bu piyasaların birinde gözlemlenen bir faiz veya fiyat artışı diğer piyasaya da yansımaktadır.

Her iki piyasada kullanılan finansal araçlar da farklılık göstermektedir. Para piyasalarının işleyişinde ticari senetler kullanılırken sermaye piyasalarında fon alış verişlerinde kullanılan araç ve gereçler; hisse senetleri, hazine bonoları ve devlet tahvilleridir¹⁵.

Son olarak para piyasalarında süre kısa olduğu için risk primi de düşük olmakta ve buna bağlı olarak faizler de düşük düzeyde seyretmektedir. Sermaye piyasalarında ise risk primi daha yüksek olduğu için faiz oranları da para piyasalarına göre daha yüksek olmaktadır¹⁶.

1.2.2. Örgütlenme Biçimine Göre Ayrım (Organize ve Tezgahüstü Piyasalar)

Finansal piyasalar, örgütlenme biçimlerine göre “organize piyasalar” veya “organize olmayan (tezgahüstü) piyasalar” olarak ikiye ayrılmaktadır¹⁷.

Organize piyasalar, devletin gözetimi ve denetimi altında işleyen, alıcı ve satıcının resmî bir ortamda karıştığı piyasalardır. Bu piyasaların en önemli oyuncularını ise senet iskonto etme veya işletmelere kredi verme yoluyla organize piyasaların işleyişinde büyük bir yeri olan ticari bankalardır. Borsalar ve menkul kıymet borsaları ise organize olmuş sermaye piyasaları için büyük önem taşımaktadır¹⁸.

Finansal varlıkların organize olmuş piyasalarda işlem görmeleri için borsada kayıtlı olmaları şartı aranmaktadır. Organize piyasalarda günün

¹⁵ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim) http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 78.

¹⁶ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim) http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 78.

¹⁷ Gönül İpek Alkan, **Finansal Piyasalar (Kurumlar ve Araçlar)**, Ankara, Detay Yayıncılık, 2009, s. 24.

¹⁸ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim) http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 79.

belirli saatlerinde sürekli işlem yapılabileceği için yatırımcılar istedikleri zaman menkul kıymet alıp satabilmektedir. Menkul kıymetler için sürekli bir alım-satım ortamı oluşturması organize piyasaların en önemli fonksiyondur. Menkul kıymet fiyatlarını standardize etmek ve bu fiyatları çeşitli iletişim araçları ile duyurmak başka bir önemli fonksiyonudur¹⁹.

Organize olmamış (tezgah üstü) piyasalar ise “finansal varlıkların alım ve satımı için belirli bir fiziksel mekanın bulunmadığı ve organize borsa sistemine kayıtlı olmayan menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasalar” olarak tanımlanmaktadır²⁰. Bu piyasalarda işlem gören menkul kıymetler borsaya kayıtlı değildir. Piyasa alıcı ve satıcının bir araya geldiği herhangi bir yer olabilmektedir. Organize piyasalarda fiyat, açık artırma usulü ile belirlenirken organize olmayan piyasalarda fiyat, alıcı ve satıcının karşılıklı anlaşması ile oluşmaktadır. Organize olmayan piyasalarda işlem maliyetlerinin düşük olması ve formalitelere daha az rastlanması sebebiyle bu piyasalar işletmeler tarafından tercih edilebilmektedir. Ayrıca bazı işletmeler mali bilgilerini gizlemek için de bu piyasalarda işlem yapmayı tercih etmektedir. Bu piyasaların en önemli sakıncası ise gözetimin ve denetimin olmaması sebebiyle riskin yüksek olmasıdır²¹.

1.2.3. Finansal Varlığın Piyasaya Sunulma Durumuna Göre Ayrım (Birincil ve İkincil Piyasalar)

Finansal piyasalar, finansal varlığın piyasaya çıkış durumuna göre, “birincil piyasalar” ve “ikincil piyasalar” olarak iki başlık altında incelenebilir²².

¹⁹ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)
http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 79.

²⁰ Alkan, a.g.e., s.25.

²¹ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)
http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 79.

²² Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)
http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 79.

Birincil piyasalar, “hisse senedi ve tahvil gibi menkul değerleri ihraç eden şirketler, tasarruf sahiplerinin doğrudan doğruya karşılaştıkları piyasalar”, ikincil piyasalar ise “daha önce piyasaya çıkarılmış olan menkul kıymetlerin ikinci kez alım satımına konu olduğu piyasalar” olarak tanımlanmıştır²³.

New York ve Amerikan Menkul Kıymetler Borsası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası gibi borsalar daha önce çıkartılmış hisse senetlerinin alınıp satıldığı ikincil piyasalardır. Döviz piyasaları, futures piyasalar ve opsiyon piyasaları da ikincil piyasaların örneklerindendir.

İkincil piyasalar, piyasaya yeni menkul kıymetlerin ihraç edildiği değil var olan menkul kıymetlerin el değiştirdiği piyasalardır. Bu piyasalarda menkul kıymet yatırımcılar arasında birçok kez el değiştirebilirken birincil piyasada menkul kıymet yalnızca bir kez el değiştirebilir²⁴.

Menkul kıymetlerin paraya çevrilmesini sağlayan piyasalar, ikincil piyasalardır. İkincil piyasalarda, menkul kıymetler, yatırımcılar için aracı kuruluşlar tarafından borsada alınıp satılabilirler. Birincil piyasada şirketlere kaynak akışı olurken ikincil piyasada herhangi bir kaynak akışı olmaz. Menkul kıymetin ikincil piyasada kolay satılabilineceğinin bilinmesi, yatırımcıların birincil piyasada kaynak aktarımını gerçekleştirme kararlarını etkilemektedir²⁵.

1.2.4. Fon Transfer Biçimine Göre Ayrım

Finansal sistemde fon kaynakları, fon arz eden taraflardan fon talep eden taraflara iki yöntemle aktarılmaktadır. Bunlar doğrudan finansman ve dolaylı finansman yöntemleridir²⁶.

²³ Alkan, a.g.e., s.27.

²⁴ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)

http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 80.

²⁵ Yatırım Yaparken, 2004, (Erişim) http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Arastirma_Raporlari_yatirimyaparken.pdf, 9 Temmuz 2010, s.3.

²⁶ Yılmaz, a.g.e., s. 29.

Doğrudan finansman, fon arz ve talep edenler arasında fon akışının finansal bir aracı olmadan sağlandığı finansman yöntemidir. Bu yöntemin en büyük avantajı fon akımına aracılık eden finansal kurumların olmaması nedeni ile transfer masraflarının olmamasıdır. Fon transferinin zamanında gerçekleşmemesi olasılığı ise yöntemin en önemli dezavantajı olarak görülmektedir²⁷.

Dolaylı finansman yönteminde ise fon arz ve talep edenler bir finansal kurum aracılığıyla işlemlerini gerçekleştirirler²⁸.

Finansal piyasalarda dolaylı finansman yönteminin gelişmesi ve finansal araçların ortaya çıkmasının nedeni fon arz ve fon talep edenlerin vade, risk, likidite ve hacim gibi konularda farklı beklentilere sahip olmalarıdır²⁹.

1.2.5. Spot ve Türev Piyasalar

Finansal piyasalar, sözleşmenin yapıldığı tarih, ödeme ve teslimat kriterleri baz alındığında, spot piyasalar ve türev piyasalar olarak ikiye ayrılabilir³⁰.

Spot piyasalar, “belli bir menkul kıymetin ve bu menkul kıymete karşılık gelen değerin alım satım işlemin hemen ardından el değiştirdiği piyasalar” olarak tanımlanmaktadır³¹.

Fiyatlarda anlık değişimlerin yaşanması nedeniyle alıcı ve satıcının olumlu ya da olumsuz etkilendiği spot piyasalarda fiziki teslimatlar genellikle iki gün içinde gerçekleşmektedir³².

²⁷ Yılmaz, a.g.e., s. 29.

²⁸ Yılmaz, a.g.e., s. 29.

²⁹ Yılmaz, a.g.e., s. 30.

³⁰ Özdemir Yalçın, “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Finansal Piyasaların Gelişimine Katkısı, Ülke Karşılaştırmaları ve Türkiye İncelemesi”, Hazine Müsteşarlığı Uzmanlık Tezi, 2009, s. 12

³¹ Aytaç Dikmen, “Türkiye’de Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişimi Perspektifinde Hisse Senedi Endeks Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Gelişimi ve Spot Piyasa ile Etkileşimi”, SPK Yeterlik Etüdü, 2008, Ankara, s. 1.

³² Yalçın, a.g.e., s. 12.

İMKB bünyesinde faaliyet gösteren hisse senedi piyasası, tahvil ve bono piyasası ile bankalar arası döviz piyasası bu piyasalara örnek olarak gösterilebilir.

Türev piyasalar ise, “menkul kıymetin el değiştirmesi için sözleşmenin bugün yapıldığı ancak el değiştirme işleminin ileri bir tarihte gerçekleşeceği piyasalar” olarak tanımlanmaktadır³³. Türev ürün piyasaları forward, future, swap ve opsiyon işlemlerinin tamamını kapsamaktadır. Bu piyasalar ile ilgili olarak detaylı bilgiye çalışmanın ikinci bölümünde yer verilmektedir.

1.3. FİNANSAL PİYASALARDA YER ALAN OYUNCULAR

Finansal sistemin düzenli işleyişinde sistemin tüm birimlerinin önemli rolleri bulunmaktadır. Finansal kurumlar da, finansal sistemde aracılık görevini üstlenerek ekonomik kalkınmaya ve büyümeye etki ederler³⁴.

Finansal kurumların fonksiyonlarına değinmek bu kurumların finansal sistemde sahip olduğu önemi anlamaya yardımcı olacaktır.

1.3.1. Finansal Kurumların Fonksiyonları

Finansal kurumların finansal sistemdeki en önemli görevi fon arz ve talep edenler arasında fon akışının sürekli ve ucuz olarak sağlanmasıdır. Bu kurumların diğer işlevleri de şu şekilde sıralanabilir³⁵.

1.3.1.1. Gömüleme Eğilimini Azaltma Fonksiyonu:

Bir ekonominin büyümesi ve gelişmesi o ekonominin toplam tasarruf hacmi ile ilişkilidir. Gelirlerinden daha az harcama yapıp fonlarını ekonomik işleyişin içine yönlendirmeyen birimlerin fonlarının ekonomik açıdan bir değeri bulunmamaktadır. Atıl durumdaki bu fonların finansal sistem dışında

³³ Dikmen, a.g.e., s. 1.

³⁴ Alkan, a.g.e., s. 37.

³⁵ Yılmaz, a.g.e., s. 63-64.

tutulmasının en önemli nedenleri finansal sistem içerisinde istenen nitelikte hizmet veren finansal aracı ve araçların bulunmaması ve bu fon sahiplerinin kendileri için uygun olan finansal araçla ilgili yeterli bilgi sahibi olmamalarıdır³⁶.

Atıl kalan bu fonların finansal sistem içerisine yönlendirilmesi için finansal kurumlar tasarruf sahiplerine uygun finansal araçlar sunmakta ve kendilerine uygun finansal araçlarla ilgili bilgilendirmektedirler³⁷.

1.3.1.2. Miktar Ayarlama Fonksiyonu:

Finansal piyasalarda fon talep edenlerin talep ettikleri fon miktarlarının, fon arz edenlerin fon miktarlarından nispi olarak daha küçük miktarlarda olması bir miktar uyumsuzluğunu doğurmaktadır. Finansal kurumlar tasarruf sahiplerinin fonlarını küçük miktarlarda olsa bile bir havuzda toplanmasına ve fon talep edenlerin ihtiyaçları olan büyüklükte fonları bu havuzdan sağlamalarına aracılık ederek farklı büyüklükteki fonların miktar ayarlamasını yapmaktadırlar³⁸.

1.3.1.3. Risk ve Vade Ayarlama Fonksiyonu:

Finansal kurumlar bünyelerindeki, finansal piyasa ve araçlar hakkında yeterli bilgi ve tecrübeye sahip elemanlar sayesinde bireysel yatırımcıların, finansal piyasalarda karşılaşacağı riskleri en aza indirmek amacıyla topladıkları fonları farklı risk derecelerine sahip finansal araçlara yatırarak doğabilecek riski çok sayıdaki birey arasında yayma imkânına sahiptirler. Finansal kurumlar ayrıca fon arz eden birimlerin likidite derecesi yüksek olan finansal araçları, fon talep edenlerin ise likidite derecesi düşük olan finansal araçları tercih etmeleri nedeniyle oluşan fon arz ve talebi arasındaki vade uyumsuzluklarını gidermektedir³⁹.

³⁶ Yılmaz, a.g.e., s. 63.

³⁷ Yılmaz, a.g.e., s. 63.

³⁸ Yılmaz, a.g.e., s. 63.

³⁹ Yılmaz, a.g.e., s. 64.

1.3.1.4. Ödeme Mekanizması Fonksiyonu:

Günümüzde ödemelerin çoğu nakit para yerine finansal kurumlar tarafından hazırlanıp müşterilerin kullanımına sunulan çek, kredi kartı, elektronik fon transferi gibi araçlar ile yapılmaktadır. Finansal kurumların sunduğu bu araçların aktif olarak kullanılmasıyla mevcut para stokunun kullanımı optimum düzeye gelmektedir⁴⁰.

1.3.1.5. Fon Maliyetlerinin Azaltılması Fonksiyonu:

Finansal kurumların finansal sistemdeki önemli işlevlerinden biri de maliyet tasarrufu sağlamaktır. Finansal kurumlar, fon arz eden ve fon talep eden taraflar için pazar araştırması, finansal analiz, yatırım faaliyetleri ve portföy yönetimini çok sayıdaki fon arz ve talebine ilişkin üstlenerek bu işlevi yerine getirirler. Finansal kurumların bünyesinde çalışan uzman personel sayesinde ekonomik birimlerin tek tek gerçekleştirdiklerinde önemli harcamalar yapmalarına neden olacak bu tür faaliyetlerin maliyetleri azalacaktır⁴¹.

1.3.2. Finansal Kurumların Çeşitleri

Finans sektöründeki yüksek entegrasyon nedeniyle bir ülkede faaliyet gösteren bir finansal kurum başka bir ülkede de faaliyet gösterebilmektedir. Bankalar bu kurumların en iyi örneklerindendir. Fakat bir ülkede faaliyet gösterdiği halde başka bir ülkede faaliyet göstermeyen finansal kurumlar da mevcuttur. İslam ülkelerinde faizsiz bankacılık üzerine faaliyet gösteren bankalar bu kurumların en güzel örneklerindendir.

⁴⁰ Yılmaz, a.g.e., s. 64.

⁴¹ Yılmaz, a.g.e., s. 64.

Gelişmiş finans piyasalarına sahip ABD ve AB üyesi ülkelerde de daha karmaşık finansal ürünler sunan finansal kurumların varlığından da bahsedilebilir. Finansal kurumlar aşağıda kurum bazında incelenmektedir.

1.3.2.1. Para Yaratın Finansal Kurumlar

Para yaratan finansal kurumlar, Merkez Bankası, ticari bankalar ve katılım bankaları olarak sayılabilir.

1.3.2.1.1. Merkez Bankaları (Parasal Otorite)

Merkez bankaları, finansal kesime ve ekonomiye para yaratan en önemli kurumdur. Bu bankalar genellikle para çıkarma ayrıcalığına ve tekeline sahiptirler. Ayrıca, banknot çıkarmak, bankaları gözetim ve denetim altında tutmak⁴², ekonomide para ve kredi politikasını yürütmek, devletin hazinedarlığını yapmak, ulusal paranın değerini korumak, hazineye⁴³ ve bankacılık sistemine kredi vermek gibi çok çeşitli görevler üstlenmektedirler⁴⁴.

Merkez bankaları faiz oranları ve para arzıyla ilgili uygulamalarıyla fonların akışını ve hacmini etkileyerek finansal piyasaları dolaylı yoldan etkilemektedirler. Finansal piyasaların sağlıklı ve istikrarlı bir şekilde işlemesi Merkez Bankasını yakından ilgilendirmektedir. İstikrarlı bir finansal piyasanın ve finansal sistemin varlığı Merkez Bankalarının asli görevi olan para politikası uygulamalarını olumlu yönde etkilemektedir. Böyle bir ortamda para politikaları daha şeffaf ve daha istikrarlı bir şekilde uygulanabilmektedir. Öte yandan Merkez Bankasının asli görevi olan fiyat istikrarını sağlamak da

⁴² Ülkemizde Bankacılık sisteminin gözetimi ve denetimi 2001 yılından itibaren Bankacılık düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından yerine getirilmektedir.

⁴³ Hazine'ye Merkez Bankası aracılığıyla kredi sağlanması enflasyona yol açtığı için birçok ülke tarafından bu uygulamaya son verilmiştir. Türkiye'de de 2001 yılından itibaren Merkez Bankası'nın kısa vadeli avans şeklinde Hazine'ye kredi vermesi yasaklanmıştır.

⁴⁴ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim) http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 81.

finansal istikrar ile yakından ilgilidir. Fiyat istikrarının olmadığı bir ekonomide finansal istikrarın tesis edilmesi de mümkün gözükmemektedir⁴⁵.

“Merkez bankalarının temel görevi banknot ihracı olmakla birlikte bu bankaların diğer görevleri de ⁴⁶;

- ülkenin ekonomik amaçlarının gerçekleşmesine yardımcı olacak şekilde kredilerin miktar, nitelik ve sağlanma koşullarını düzenlemek,
- ulusal paranın iç ve dış değerini koruyacak tedbirler almak,
- para arzını ve ekonominin likiditesini düzenlemek amacı ile açık piyasa işlemleri yapmak,
- ticari bankaların para rezervlerini kendi cari hesaplarında korumak,
- ülkelerin uluslararası ödeme araçlarını korumak,
- iki ülke arasındaki alışverişten doğan borç ve alacağın nakit kullanılmaksızın karşılıklı olarak mahsubu işlemlerini yapmak,
- mali ve iktisadi konularda devletin danışmanlığını yapmaktır.”

1.3.2.1.2. Ticaret Bankaları (Mevduat Bankaları)

Tüm ülkelerde bankacılık sektörünün temel kurumu olan ticaret bankaları, kişi ve kurumların kısa süreli fon ihtiyaçlarının karşılanmasını sağlar⁴⁷. Bankaların en önemli özelliği tasarruf sahiplerinden topladıkları mevduatı fon talep edenlere kredi olarak vermek suretiyle kaydi para yaratmalarıdır. Bu anlamda ticari bankalar ile Merkez Bankası arasında da sıkı bir ilişki vardır. Ticari bankaların kredi verme iştahları ekonomik aktiviteyi canlandırıp bunun ötesinde enflasyona da yol açıyorsa Merkez Bankası uygulayacağı politikalar ile kredi/para artışını dizginleyebilmekte ve böylece enflasyonu kontrol altına alabilmektedir⁴⁸.

⁴⁵ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim) http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 81.

⁴⁶ Yılmaz, a.g.e., s. 66.

⁴⁷ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim) http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 82

⁴⁸ Nur Keyder; **Para Teori-Politika-Uygulama**, Seçkin, 2008.

Ticaret bankalarının temel hedefi yaptıkları bankacılık hizmetleri ile kâr elde etmektir. Temel olarak mevduat toplayan ve bu mevduatı kredi olarak kullandıran bankaların diğer işlevleri⁴⁹;

- “aval, garanti, teminat mektubu gibi gayrinakdi krediler vermek,
- finansal kiralama (leasing) işlemlerini yapmak,
- para gönderme (havale, elektronik fon transferi) işlemlerini gerçekleştirmek,
- kendisi veya müşterileri hesabına para piyasası araçları (mevduat sertifikası, poliçeler gibi), döviz, basılı veya külçe altın, menkul kıymet, türev menkul kıymetler (gelecek ve opsiyon sözleşmeleri) alım satımını yapmak,
- ödeme araçlarının çıkarılması ve yönetimi (kredi kartları ve benzeri),
- menkul kıymetlerin ihracına katılmak ve ihraç işlemleri ile ilgili olarak müşterilerine hizmet sunmak,
- portföy yönetmek ve müşterilerine, yetki ve olanaklar dahilinde, yatırım danışmanlığı yapmak,
- kiralık kasa hizmetleri sunmak gibi diğer pek çok işlevi de yerine getirmektedir”.

1.3.2.1.3. Katılım Bankaları

Katılım bankacılığı, “tasarruf sahiplerinden toplanan fonların faizsiz bankacılık ilkelerine göre değerlendirildiği ve elde edilen kârın tasarruf sahipleri ile paylaşıldığı bankacılık modelidir”. Bu sisteme göre katılım bankaları ticaret ve sanayinin ihtiyaç duyduğu finansmanı faizsiz finansal enstrümanlarla sağlarken aynı zamanda müşterilerin ihtiyaç duyduğu bankacılık hizmetlerini de müşterilerine sunmaktadır. Katılım bankacılığının temel çalışma prensipleri faizsizlik ilkesinin yanı sıra İslâmî kurallara bağlılık, paranın değer ölçüsü ve değişim aracı olarak kabul edilmesi ve üretim faaliyetlerinde bulunulmasıdır⁵⁰.

⁴⁹ Yılmaz, a.g.e., s. 67.

⁵⁰ İsmail Özsoy, Türkiye’de Katılım Bankacılığı, Ders Notları, TKBB, 2009.

1.3.2.2. Para Yaratmayan Finansal Kurumlar

Mevduat kabul etmeyen ve para yaratmayan finansal kurumlar, kalkınma ve yatırım bankaları, yatırım fonları ve ortaklıkları, sigorta kurumları, sosyal güvenlik fonları, leasing şirketleri, faktöring ve forfeiting şirketleri ve risk sermayesi şirketleridir⁵¹.

1.3.2.2.1. Kalkınma ve Yatırım Bankaları

Kalkınma ve yatırım bankaları belirli bir amacı gerçekleştirmek için kurulan ihtisas bankaları olarak tanımlanabilmektedir. Kalkınma bankalarının ekonomideki temel misyonu geliştirmekte olan ülkelerde yetersiz olan sermaye ve girişim unsurlarını desteklemek, geliştirmek ve kıt kaynakları kalkınma hedefleri doğrultusunda kaynak talep edenlere aktarmaktır. Bu misyon kapsamında kalkınma bankalarının temel işlevleri⁵²;

- “kalkınmada öncelikli sektörlerle orta ve uzun süreli yatırım kredisi sağlamak,
- yatırım projelerinin hazırlanması, uygulanması ve yönetilmesinde girişimcilere hizmet sunmak,
- karlı ve verimli yatırım alanlarını araştırmak,
- uluslararası finansal kurumlardan ve dış ülkelere kredi sağlayarak işletmelerin finansmanında rol almak,
- yerli ve yardımcı kuruluşlara ortak bulma konusunda yardımcı olmak
- ülkede sermaye piyasalarının gelişmesine çalışmaktır” .

Yatırım bankaları ise menkul değerler ihraç ederek uzun süreli fon sağlamayı düşünen kuruluşlar ile fonlarını uzun süreli yatırmayı düşünen

⁵¹ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)
http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 83.

⁵² Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)
http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 83

yatırımcılar arasında aracılık yapan kurumlardır. Yatırım bankaları işletmelere doğrudan doğruya kredi vermez ve mevduat toplamazlar⁵³.

Yatırım bankalarının en önemli işlevlerinin başında işletmelerin ihraç edecekleri menkul kıymetleri ya karşılıklı görüşmelerle ya da fiyat teklifi yoluyla satın alarak kendi nam ve hesaplarına halka pazarlamak gelmektedir⁵⁴.

Kalkınma bankalarının ekonomik gelişmelere bağlı olarak işlevlerinin büyük bir kısmını yitirmesi yatırım bankalarını ortaya çıkarmıştır. Bu bankaların işlevleri kalkınma bankalarının işlevlerini tamamladıkları noktada ön plana çıkmaktadır⁵⁵.

Yatırım ve kalkınma bankalarının yapıları gereği mevduat toplamamaları, onları ticaret bankalarından ayıran en önemli özellikleridir.

1.3.2.2.2. Yatırım Fonları

Halktan katılma belgeleri karşılığı toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığına “yatırım fonu” adı verilmektedir⁵⁶.

Fonun tüzel kişiliği bulunmamaktadır; mal varlığı kurucunun mal varlığından ayrı tutulmaktadır. Fon portföyünde hisse senetleri, özel ve kamu borçlanma senetleri, altın ve diğer madenler ile bu madenlere dayalı ihraç edilmiş sermaye piyasası araçları, repo, ters repo ve vadeli işlem sözleşmeleri gibi finansal enstrümanlar tutulabilmektedir⁵⁷.

⁵³ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)
http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 83

⁵⁴ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)
http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 83

⁵⁵ Yılmaz, a.g.e., s. 50.

⁵⁶ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu; İMKB Yayınları, 18.Baskı, 1998, s.78.

⁵⁷ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu; İMKB Yayınları, 18.Baskı, 1998, s.79.

1.3.2.2.3. Yatırım Ortaklıkları

“Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde ve kayıtlı sermaye esasına göre kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır”. Yatırım ortaklıklarının temel işlevi portföy işletmek amacıyla ortaklık portföyünü oluşturmak, yönetmek ve gerektiğinde değiştirmek, yatırım riskini en aza indirecek şekilde portföy çeşitlendirmesine gitmek, portföyün değerini artırmaya yönelik çalışmalar yapmaktır⁵⁸.

“Yatırım ortaklıkları, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde sermayesine ve yönetimine hâkim olma amacı güdemez”⁵⁹.

1.3.2.2.4. Sigorta Kurumları

Devlet ve özel sektör bünyesindeki sigorta şirketleri ülkenin sosyal güvenlik kurumlarını oluşturmaktadır.

Sigorta şirketleri, riskleri azaltmak ya da dağıtmak amacıyla üyelerine hizmet ederler. Bu şirketler, üyelerinden topladıkları primleri gelir getirmesi amacıyla finans piyasalarında değerlendirirler. Bu çalışma şekliyle sigorta şirketleri küçük tasarrufların birikerek büyük fonlara dönüştüğü kurumlardır⁶⁰.

Özellikle gelişmiş ülkelerde bu şirketlerin taşıdığı önem küçük tasarrufların ekonomiye aktarılmasında etkin bir rol oynamalarından kaynaklanmaktadır.

1.3.2.2.5. Faktöring ve Forfeiting Şirketleri

“Faktöring şirketleri, kısa vadeli kredili satışlardan doğan alacakların vadesinden önce paraya dönüştürülmesi istendiğinde alacakları devralarak

⁵⁸ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu; İMKB Yayınları, 18.Baskı, 1998, s.74.

⁵⁹ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu; İMKB Yayınları, 18.Baskı, 1998, s.74.

⁶⁰ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim) http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 84.

işletmeleri finanse eden kurumlardır”⁶¹. Bu şirketler, işletmelerin alacaklarının riskini üstlenmekte, tahsilâtını yapmakta ve gerektiğinde müşterilerle ilgili kredi değerlendirmesi yapmaktadır⁶².

Forfeiting şirketleri de factoring şirketleri gibi çalışmaktadır. Aralarındaki en önemli fark forfeiting şirketlerinin çalışma prensiplerinde alacaklar daha uzun vadeli ve genellikle dış ülkelere satışlardan (ihracat) kaynaklanan alacaklar faaliyet alanına girmektedir⁶³.

1.3.2.2.6. Leasing (Finansal Kiralama) Şirketleri

Leasing ya da finansal kiralama herhangi bir yatırım malının, mülkiyeti leasing şirketinde kalmak suretiyle, belirlenen kiralara karşılığında, her türlü kullanım hakkının kiracıya verilmesini ve sözleşmede belirlenen değer üzerinden sözleşme süresi sonunda malın mülkiyetinin leasing firmasından kiracıya geçmesini sağlayan finansman yöntemidir⁶⁴.

“Finansal kiralama şirketleri, bir malın kullanım hakkını, belirli bir süre için belirli bir kira karşılığında kiralayan kurumlardır”⁶⁵. Böylece işletmeler, ihtiyaçları olan malın finansmanından kurtulacaklar ve mala ihtiyaçları olduğu süre içinde kiralama şirketlerinden kiralayacaklardır. İşletmeler kira süresi bitince isterlerse malı tamamen satın alıp şirket bünyesine katabilir veya kiraladıkları firmaya geri teslim edebilirler.

1.3.2.2.7. Risk Sermayesi Şirketleri

“Risk sermayesi şirketlerinin amacı, gelişme potansiyeli yüksek, rekabet üstünlüğü olan girişimcilere veya işletmelere uzun vadeli yatırımlar yaparak, gerektiğinde diğer uzmanlık hizmetleri de sunarak değer artışı

⁶¹ Osman Oy, Seçkin Köse, Süleyman Alkım; **Factoring**, Beta Basım, 2008.

⁶² Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim) http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s.85.

⁶³ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim) http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s.85.

⁶⁴ Leasing, (Erişim) http://www.fortis.com.tr/ticari_bankacilik/leasing_factoring.jsp, 11. Temmuz 2010.

⁶⁵ Mehmet KOÇ; **Finansal Kiralama (Leasing)**, Beta Basım, 2004.

yaratıp portföylerindeki menkul kıymetlerin değerini artırmak ve daha sonra da elden çıkararak yüksek gelir elde etmektir”⁶⁶.

1.3.2.2.8. Sosyal Güvenlik Kurumları

“Sosyal güvenlik kurumları, ortaklarının zorunlu birikimleri ile fon sağlayan finansal araçlardır”. Üyelerinin meslek ve gelirine göre belirlenen primler toplayan sosyal güvenlik kurumları topladığı primlerle üyelerinin hastalık, maluliyet, emeklilik ve işsizlik gibi risklere karşı genel çıkarlarını korumayı amaçlar⁶⁷.

Sosyal güvenlik kurumları finansal piyasaların önemli kurumlarından biridir. Bunun nedeni kurumların topladıkları primlerin ödedikleri tazminat miktarından fazla olması sebebiyle bir fon fazlalığının oluşması ve oluşan bu fon fazlalığının sermaye piyasası araçlarına yatırılmasının mümkün olmasıdır⁶⁸.

1.4. FİNANSAL PİYASA ARAÇLARI

1.4.1. Finansal Araçların Tanımı ve Özellikleri

Finansal piyasaları, mal ve hizmet piyasalarından ayıran en önemli özellik fon talep ve arzı sırasında bir finansal araç ya da menkul kıymet verilmesidir⁶⁹. Finansal araçlar, finansal sisteme fon arz ve talep edenler arasındaki borç-alacak ilişkisini yansıtan veya ortaklık haklarını gösteren belgelerdir⁷⁰.

⁶⁶ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)

http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 85

⁶⁷ Serpil Canbaş, Hatice Doğukanlı; **Finansal Pazarlar**, İstanbul, Beta Basım, Genişletilmiş 2. Baskı, 1997, s. 140.

⁶⁸ Canbaş, Doğukanlı, a.g.e, s. 140.

⁶⁹ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)

http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 85.

⁷⁰ Canbaş, Doğukanlı, a.g.e, s. 140.

Menkul kıymetler ise ortaklık veya alacak hakkı sağlayan, belli bir tutarı temsil eden, kısa veya uzun vadeli yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, hisse senedi, tahvil, bono gibi kıymetli evraklardır⁷¹.

Finansal araçların belli başlı özelliklerini saymak bu varlıkların daha iyi tanıtılmasında yardımcı olacaktır⁷².

Paraya çevrilebilirlik: Finansal araçların bir kısmı çok kısa sürede ve çok düşük maliyetle paraya çevrilebilmektedir. Örneğin bankalarda açılan çek hesapları bu tür finansal araçtır. Bir finansal araç ne kadar hızlı ve maliyetsizce paraya çevrilebiliyorsa likiditesi o derece yüksektir⁷³.

Bölünebilirlik: Bir finansal varlığın en az hangi miktarda paraya çevrileceğini gösteren bir kavramdır. Bir finansal araç ne kadar bölünebilir ise yatırımcılar açısından o kadar talep görmektedir⁷⁴.

Geri dönülebilirlik: Bir finansal varlığın alındıktan sonra tekrar geri döndürülmesi belirli maliyetlere tabi olabilmektedir. Bu maliyet ne kadar düşük ise finansal varlığın geri döndürülebilirliği de o kadar yüksek olmaktadır. Örneğin vadesiz mevduatı kapatmanın maliyeti sıfır olduğu için geri döndürülmesi yüksektir, ancak vadeli mevduatı vadesinden önce geri döndürmek faiz gelirinden mahrum kalınacağı için belirli bir maliyete tabi olmaktadır⁷⁵.

Getiri: Finansal varlığın getirisi, varlığın elde tutulduğu dönem içinde yatırımcıya sağladığı nakit girişler ve varlığın fiyatındaki meydana gelen değişim ile belirlenmektedir. Bir tahvilin getirisi faiz olurken, bir hisse

⁷¹ **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu;** İMKB Yayınları, 18.Baskı, 1998, s.13.

⁷² Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)

http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 86.

⁷³ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)

http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 86.

⁷⁴ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)

http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 86.

⁷⁵ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)

http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 86.

senedinin kar payı veya hissenin elden çıkartıldığı anda elde edeceği sermaye kazancı olmaktadır⁷⁶.

Vade: Finansal varlığın vadesi, ihraç edildiği andan itibaren başlayıp, son ödemenin yapılacağı tarih veya yatırımcının aracı elinden çıkarmayı düşündüğü zaman dilimini kapsamaktadır. Finansal aracın getirisi ile vadesi arasında yakın ilişki bulunmaktadır. Yatırımcılar getiriye bakarken bu getiriyi ne kadarlık süre içinde elde edeceklerine de bakmaktadırlar⁷⁷.

Risk: Finansal varlığın riski beklenen getirisindeki belirsizlik veya vade sonunda beklenen getirinin elde edilememesi olasılığı olarak tanımlanmaktadır. Finansal varlıkların getirisi risk ile yakından ilişkilidir. Teorik olarak devlet tahvilleri ve hazine bonolarının riski sıfır olarak kabul edilmektedir. Çünkü devlet para basma yetkisine dayanarak bono ve tahvillerin hem anaparasını hem de faizini ödeyebilecek durumdadır. Bunun dışındaki tüm finansal varlıkların az veya çok riski bulunmaktadır⁷⁸.

Sermaye piyasalarında ve para piyasalarında kullanılan belli başlı finansal araçlar aşağıda açıklanmaktadır.

1.4.2. Para Piyasası Araçları

1.4.2.1. Banknot

Kağıt para olarak bilinen banknot emisyon kurumu olan merkez bankası tarafından piyasaya sürülen ve üzerinde miktarı yazılı olan menkul değerdir. Banknot devletin resmî parasıdır⁷⁹.

⁷⁶ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim) http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 86.

⁷⁷ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim) http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 86.

⁷⁸ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim) http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 86.

⁷⁹ Raci Öznalçın, "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsaları ve Türkiye Uygulaması", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erzurum: Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2009, s. 17.

1.4.2.2. Hazine Bonosu

Devletin bütçe açığını karşılamak amacıyla çıkardığı borçlanma enstrümanlarının vadesi 1 yıldan az ise hazine bonosu, 1 yıldan daha uzun ise devlet tahvili olarak adlandırılır. Bono veya tahviller iskontolu ihraç edilebileceği gibi kupon ödemeli de ihraç edilebilir⁸⁰.

1.4.2.3. Geri Satın Alım Anlaşması (REPO)

Repo, her hangi bir finansal varlığın belirli bir tarihte, belirlenmiş bir fiyattan geri satın alınabileceğini taahhüt eden bir anlaşmadır. Repo yapan taraf elindeki varlıkları kısa süre sonra geri almak şartıyla elden çıkarmakta ve kısa vadeli fon ihtiyacını karşılamaktadır. Vade genellikle 1 gece ile 30 gün arasında değişmekle beraber anlaşmaya göre daha uzun vadeli de olabilmektedir⁸¹.

1.4.2.4. Banka Mevduatı

Ülkemizdeki en yaygın para piyasası araçlarından birisidir. Bankalar, banka mevduatı şeklinde küçük yatırımcılardan topladıkları atıl tasarrufları başka finansal araçlara döndürerek finansal piyasalarda işlem görmektedirler⁸².

1.4.2.5. Banka Bonosu

Banka bonoları, “kalkınma ve yatırım bankalarının kaynak sağlamak amacıyla çıkardıkları kısa vadeli bonolar” olarak tanımlanmaktadır⁸³.

⁸⁰ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim) http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 86.

⁸¹ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim) http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s. 87.

⁸² Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim) http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s.87.

⁸³ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim) http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s.87.

1.4.2.6. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

İhraç eden kurumların alacakları karşılığında ihraç edebilecekleri finansal varlıklardır. Belli bir faiz ve vade ile ihraç edilse de vadesinden önce de nakde çevrilebilmektedir⁸⁴.

1.4.2.7. Kredi Kartları ve Banka Kartları

“Kredi kartları, bankalar ve çıkartmaya yetkili kuruluşların müşterilerine belirli limitler dâhilinde açtıkları kredilerle, nakit kullanmaksızın mal ve hizmet alabilmeleri, nakit kredi çekebilmeleri için verdikleri ödeme aracıdır”⁸⁵.

“Banka kartları, kart kullanıcısının bankasında açtırdığı vadesiz mevduat hesabındaki parasına ulaşmasını sağlayan bir üründür. Banka kartları alış veriş imkânı da sunar. Kartla harcanılan tutar banka kartı yoluyla kişinin banka hesabından çekilerek ilgili işyerinin hesabına aktarılır”⁸⁶.

1.4.2.8. Senet ve Çek

“Senet, bir kimsenin yapmaya veya ödemeye borçlu olduğu şeyi göstermek için imzaladığı resmi kâğıttır”⁸⁷.

“Çek, kıymetli evrak niteliğine sahip bir kambiyo senedi olup, bir havalenin ödenmesi için çıkarılan teyit emridir. Çek, bir borç senedi ya da senetlerde olduğu gibi belli bir süre sonunda senet bedelinin ödenmesi vaadi değildir. Çekler, ancak bankalar üzerine keşide edilebilir ve çek olarak bankalarca çıkarılan çek karneleri kullanılabilir. Çek düzenleyen sahibine ‘keşideci’, çekin muhatabı ve meblağı alacak kişiye ‘lehdar’, ödeme yapacak olan tarafa da ‘muhatap’ denir. Çekin üzerinde lehdarın adı yazılı ise ‘nama

⁸⁴ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)

http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s.87.

⁸⁵ Kredi Kartı Nedir? , (Erişim) <http://www.kredikarti.web.tr/kredikartinedir.html>, 11 Temmuz 2010.

⁸⁶ Banka Kartı Nedir? , (Erişim) <http://card.blogcu.com/banka-karti-nedir/8140041>, 11 Temmuz 2010.

⁸⁷ Senet, (Erişim) <http://www.turkcebilgi.com/senet/sozluk>, 19 Temmuz 2010.

yazılı çek', lehdarın adı bulunmuyorsa 'hamiline çek' denir. Hamiline çek, (hamil: taşıyıcı) çeken sahip olan kişiye ödenir"⁸⁸.

1.4.2.9. Sigorta Poliçeleri ve Emeklilik Sözleşmeleri

"Sigorta Poliçesi, sigortacı ile sigortalı arasındaki sigorta sözleşmesinin yazılı, yasal delilidir. Bir sigorta poliçesinde genel olarak, sigortacıyı ve sigortalıyı tanımlayıcı bilgiler, sigorta konusuna ilişkin açıklamalar, teminatın kapsamı, sigorta bedeli, sözleşmenin süresi, sigorta primi miktarı, sigorta poliçesinin düzenlenme tarihi, tarafların borç ve yükümlülükleri gibi bilgiler bulunmaktadır"⁸⁹.

"Emeklilik sözleşmeleri, katılımcının, gönüllü katılım ve belirlenmiş katkı esasına göre oluşturulan bireysel emeklilik sistemine girmesine, sistemden ayrılmasına, emekli olmasına, katkıların ödenmesine, bu katkıların bireysel emeklilik hesaplarında izlenmesine, fonlarda yatırıma yönlendirilmesine ve katılımcı veya lehdarı adına yapılacak ödemelere ilişkin esaslar ile tarafların diğer hak ve yükümlülüklerini düzenleyen, şirket ve katılımcı nam ve hesabına sözleşme akdetmek isteyen kişinin taraf olarak yer aldığı bir sözleşmedir"⁹⁰.

1.4.3. Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çerçevesi ve mevzuatı düzenlenen sermaye piyasası araçları menkul kıymetler ile diğer sermaye piyasası araçlarıdır (SPK md. 3).

Menkul kıymetler;

- "ortaklık veya alacaklık sağlayan,

⁸⁸ Çek (bankacılık), (Erişim) [http://tr.wikipedia.org/wiki/%C3%87ek_\(Bankac%C4%B1%C4%B1k\)](http://tr.wikipedia.org/wiki/%C3%87ek_(Bankac%C4%B1%C4%B1k)), 19 Temmuz 2010.

⁸⁹ Sigorta Poliçesi, (Erişim) <http://www.emeklilikvehayat.com/hayat-sigortasi-sozlugu/sigorta-policesi.html>, 10 Ağustos 2010.

⁹⁰ Emeklilik Fonları, (Erişim) http://www.akportfoy.com.tr/emeklilik_fonlari/sss.asp, 10 Ağustos 2010.

- belli bir tutarı temsil eden,
- yatırım aracı olarak kullanılan,
- dönemsel gelir getiren,
- misli nitelikte,
- seri halinde çıkarılan,
- ibareleri aynı olan ve
- şartları SPK tarafından belirlenen kıymetli evraklardır”⁹¹.

Menkul kıymet dışında kalan ve şartları SPK tarafından belirlenen diğer evraklar da diğer sermaye piyasası araçlarını oluşturmaktadır. SPK mevzuatında yer alan sermaye piyasası araçları aşağıda özetlenmektedir.

1.4.3.1. Hisse Senetleri

“Literatürde esham, aksiyon veya pay senedi olarak da adlandırılan hisse senetleri anonim şirketlerin pay sahipliği hakkını veren menkul kıymetlerdir”⁹². Hisse senedini elinde tutanlar, şirketin sahipliği üzerinde ellerinde bulundurdukları hisse senedinin üzerinde yazılı tutar oranında hak sahibi olurlar. Anonim şirketler öz sermaye ile fon sağlamanın uygun olduğu dönemlerde hisse senedi ihracı ile fon sağlayabilmektedirler. İşletmeler için bu şekilde finansman sağlama, borçlanmaya göre daha az maliyetli olmaktadır. Hisse senedi sahipleri ise işletmenin ortağı olduğu için kârdan temettü elde etme hakkına da sahiptirler. Hisse senetleri adi ve imtiyazlı olmak üzere ihraç edilebilmektedir. Adi hisse senetleri yaygın olarak kullanılan ve ikincil piyasada da işlem gören hisse senetleridir. Söz konusu hisse senetleri eşitlik ilkesine dayanarak yatırımcılara eşit oy hakkı, eşit kâr payı hakkı, eşit sermaye artırım hakkı ve eşit tasfiye gelir hakkı verir. Buna karşılık imtiyazlı hisse senetleri ise sahiplerine oy hakkı, kâr payı ve tasfiye konularında belirli imtiyazlar tanımaktadır⁹³.

⁹¹ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu; İMKB Yayınları, 18.Baskı, 1998, s.130.

⁹² Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu; İMKB Yayınları, 18.Baskı, 1998, s. 138.

⁹³ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)

http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s.88.

1.4.3.2. Tahviller

Anonim şirketlerin ödünç para bulmak için itibari kıymetleri eşit ve ibareleri aynı olmak üzere çıkardıkları borç senetlerine "tahvil" denir⁹⁴.

Tahvil, işletmelere uzun vadeli fon sağlayan bir borçlanma enstrümanıdır. Tahviller de hisse senetleri gibi nama yazılı veya hamiline yazılı olabilmektedir. Tahviller, özel sektöre sadece anonim şirketler tarafından ihraç edilebilmektedir. Ayrıca devletler de bütçe açığını finanse etmek amacıyla devlet tahvili çıkarmaktadırlar⁹⁵.

"Tahvil hamilinin bir şirkete kullandığı sermaye yabancı sermayedir. Tahvil hamili, tahvili çıkaran kuruluşun uzun vadeli alacaklısıdır. Tahvil hamili şirketin aktifi üzerinde alacağından başka hiçbir hakka sahip değildir. Şirketin yönetimine katılamaz. Buna karşılık şirketin brüt kârından öncelikle tahvil sahiplerinin faizleri ödenir. Tahvil sahipleri alacaklarını aldıktan sonra şirketin malvarlığı üzerinde hiçbir hak iddia edemezler"⁹⁶.

"Tahvil hamili ile şirket arasındaki hukuki ilişki vade sonunda sona erer. Tahvil hamili, tahvili çıkaran şirketin kâr-zarar riskine katılmaz. Şirket zarar etse de günü gelince belli miktardaki anapara ve faizlerini alır"⁹⁷.

1.4.3.3. Devlet Tahvilleri ve Hazine Bonoları

"Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS), Hazine Müsteşarlığı tarafından yurtiçi piyasada ihraç edilen borçlanma senetlerini ifade etmektedir. Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen DİBS'ler genel olarak vadeleri dolmadan paraya dönüştürülemezler. Bununla birlikte DİBS'ler, vadeleri boyunca ikincil piyasalarda kişi ve kurumlar tarafından alınıp satılmaktadırlar"⁹⁸.

⁹⁴ Türk Ticaret Kanunu, Madde 420, (Erişim) <http://www.mevzuat.adalet.gov.tr/html/997.html>, 23 Temmuz 2010.

⁹⁵ Finansal Sistem ve Kurumlar, 2009, (Erişim)

http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf, 10 Temmuz 2010, s.88.

⁹⁶ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu; İMKB Yayınları, 18.Baskı, 1998, s.143.

⁹⁷ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu; İMKB Yayınları, 18.Baskı, 1998, s.143.

⁹⁸ Mehmet Nalbat, Menkul Kıymet ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları ile M.S.İ' nin Tanımı ve Tüm Yönleriyle Vergilendirme Sürecinin Örnekli Anlatımı, Sakarya, Eylül 2008, s. 12.

DİBS'ler vadelerine göre sınıflandırıldığında, “1 yıl (364 gün) ve daha uzun vadeli DİBS'ler Devlet Tahvili, 1 yıldan kısa vadeli DİBS'ler ise Hazine Bonosu olarak adlandırılmaktadır”⁹⁹.

“DİBS'ler, hem kamunun kaynak ihtiyacının giderilmesinde hem de para ve sermaye piyasalarında önemli birer araçtırlar. Bu yönüyle DİBS'ler para politikalarının yürütülmesi, faiz oranlarının oluşması ve ekonomideki fon hareketlerinde önemli bir role sahiptir”¹⁰⁰.

“Hazine Müsteşarlığı, borçlanma programı çerçevesinde finansman ihtiyacını karşılarken çeşitli yöntemlerle devlet tahvili ve borçlanma senedi ihraç etmektedir”¹⁰¹.

1.4.3.4. Gelir Ortaklığı Senetleri

“Gelir ortaklığı senetleri köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri ile sivil kullanıma yönelik deniz ve hava limanları ile benzerlerinden, kamu kurum ve kuruluşlarına ait olanların gelirlerine, gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılacak senetlerdir”¹⁰²

“Gelir ortaklığı senetleri, hukuki statüsü itibariyle adındaki "ortaklık" ibaresine rağmen, değişken faizli bir tahvil özelliği taşımakta ve istenildiği an paraya çevrilebilmektedir”¹⁰³.

1.4.3.5. Yatırım Fonları Katılma Belgeleri

“Yatırım fonlarına ilişkin esaslar Seri:VII, No:10 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği ile düzenlenmiştir.

Yatırım Fonu

Kanun hükümleri uyarınca halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve

⁹⁹ Nalbat, a.g.e., s. 12.

¹⁰⁰ Nalbat, a.g.e., s. 12.

¹⁰¹ Nalbat, a.g.e., s. 12.

¹⁰² Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu; İMKB Yayınları, 18.Baskı, 1998, s.153.

¹⁰³ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu; İMKB Yayınları, 18.Baskı, 1998, s.153.

inançlı mülkiyet esaslarına göre, aşağıda belirtilen varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığıdır¹⁰⁴.

a) Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulan ortaklıklara ait hisse senetleri, özel ve kamu borçlanma senetleri,

b) Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel ve kamu borçlanma senetleri ve hisse senetleri,

c) Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilmiş ve borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları,

d) SPK'ca uygun görülen diğer sermaye piyasası araçları, repo, ters repo, future, opsiyon ve forward sözleşmeleri”.

Katılma Belgeleri

“Katılma belgesi, belge sahibinin kurucuya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senet olup kaydi değer olarak tutulur. İçtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi yatırım fonlarının katılma belgeleri menkul kıymet sayılır”¹⁰⁵.

1.4.3.6. Borsa Yatırım Fonları

“Borsa yatırım fonları, bir endeksi baz alan, baz aldığı endeksin performansını yatırımcılara yansıtmayı amaçlayan ve payları borsalarda işlem gören yatırım fonlarıdır. Borsa yatırım fonları bir endekse dayalı olarak çıkarılmakta ve baz aldığı endeks kapsamındaki menkul kıymetlere endeksteeki ağırlıkları oranında yatırım yapmaktadır. Borsa yatırım fonları, yetkili aracı kuruluşlar tarafından, yatırımcılardan toplanan nakit ile, baz alınan endeksteeki menkul kıymetlerin satın alınmasıyla oluşturulan portföylerdir. Söz konusu fonlar baz aldıkları endeksteeki hisse senetleri ya da

¹⁰⁴ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu; İMKB Yayınları, 18.Baskı, 1998, s.178-179.

¹⁰⁵ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu; İMKB Yayınları, 18.Baskı, 1998, s. 82.

diğer enstrümanların (altın, tahvil, döviz vb.) getirisini yansıtmakta ve riskini taşımaktadır”¹⁰⁶.

“Borsa yatırım fonlarının temel özelliği, fon katılma belgelerinin hisse senetleri gibi İMKB’de işlem görebilmesidir. Borsa yatırım fonu paylarının, aynen hisse senetleri gibi, aracı kurumlar vasıtasıyla İMKB Fon Pazarı’nda alınıp satılması mümkündür”¹⁰⁷.

1.4.3.7. Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar

“Banka bonoları; kalkınma ve yatırım bankalarının borçlu sıfatıyla düzenleyip, ihraç ettikleri emre veya hamiline yazılı bir sermaye piyasası aracıdır”¹⁰⁸.

Banka bonolarının ihraç edilmesi ile küçük miktartlı tasarrufların ülke ekonomisine katılması sağlanmaktadır¹⁰⁹.

“Banka garantili bonolar, kalkınma ve yatırım bankalarından kredi kullanan ortaklıkların, bu kredilerin teminatı olarak borçlu sıfatıyla düzenleyip, alacaklı bankaya verdikleri emre muharrer senetlerden, bu krediyi kullandırmış olan bankaca kendi garantisi altında ihraç edilen bir sermaye piyasası aracıdır”¹¹⁰.

İkincil piyasada alım satımı serbest olan ve banka ile borçluyu aynı derecede sorumlu tutan banka garantili bonoların vadesi en az 60 gün ile en fazla 720 gün olarak belirlenmiştir¹¹¹.

1.4.3.8. Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller

“Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller sahibine, belirli koşullar altında, tahvili hisse senedi ile değiştirme hakkı sağlayan ve bu çerçevede kısmen

¹⁰⁶ Borsa Yatırım Fonları, (Erişim) <http://www.imkb.gov.tr/products/ETF.aspx>, 3 Ağustos 2010.

¹⁰⁷ Borsa Yatırım Fonları, (Erişim) <http://www.imkb.gov.tr/products/ETF.aspx>, 3 Ağustos 2010.

¹⁰⁸ İMKB Sözlüğü, (Erişim) http://www.imkb.gov.tr/glossary/a-f/isedictionary_b.aspx, 9 Temmuz 2010.

¹⁰⁹ Yılmaz, a.g.e., s. 51.

¹¹⁰ İMKB Sözlüğü, (Erişim) http://www.imkb.gov.tr/glossary/a-f/isedictionary_b.aspx, 9 Temmuz 2010.

¹¹¹ Yılmaz, a.g.e., s. 53.

sabit getirili menkul kıymet ve kısmen hisse senedi niteliği taşıması nedeniyle finans literatüründe “hibrit” menkul kıymetler grubuna dâhil edilen sermaye piyasası araçlarıdır”¹¹².

“Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerin en temel özelliği tahvillerin içerdiği anapara güvencesi ile hisse senetlerinin sağladığı sermaye kazancını bir arada sunmasıdır”¹¹³.

1.4.3.9. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

“Varlığa dayalı menkul kıymetler genel finans ortaklıkları, bankalar, finansman şirketleri ve finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kendi ticari işlemlerinden doğmuş olan alacakları veya temellük edecekleri (devralacakları) alacaklar karşılığında SPK tarafından kayda alınarak ihraç edilen kıymetli evraktır”¹¹⁴.

1.4.3.10. Finansman Bonoları

“Finansman bonoları, ihraççıların ‘borçlu’ sıfatıyla düzenleyip Kurul kaydına alınmak suretiyle ihraç ederek sattıkları emre veya hamiline yazılı menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evraktır. Finansman bonolarının vadesi 60 günden az 720 günden çok olmamak üzere ihraççı tarafından belirlenir. Finansman bonoları vadenin 1/4 ünü geçmeyecek satış süresi içinde her gün, iskonto esasına göre hesaplanan değer üzerinden satılır. İskontolu olarak ihraç edilir. Finansman bonoların nominal değeri anapara ile faizi içerir”¹¹⁵.

¹¹² Özlem Özdemir, “Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği ve Öneriler”, Yeterlilik Etüdü, Ankara, 1999, s. 3.

¹¹³ Özdemir, a.g.e., s. 1.

¹¹⁴ Yavuz Akbulak, “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler”, **Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi**, Aralık 2005, s. 1.

¹¹⁵ Nalbat, a.g.e., s. 18.

1.4.3.11. Katılma İntifa Senetleri

“Katılma intifa senedi, yatırımcısına, ortaklığın kârından pay alma olanağı veren, ancak, ortaklık hakkı sağlamayan bu nedenle de oy hakkı bulunmayan bir finansal varlık türüdür. Katılma intifa senedi, yatırımcıya ortaklık hakkı tanımamakla beraber, ortaklığın kârından pay alma ve ortaklığın tasfiyesi halinde tasfiye fonundan payına düşen meblağı diğer ortaklar gibi elde edebilme haklarını vermesi nedeni ile pay senedi gibi düşünülebilmektedir. Nitekim katılma intifa senedi anapara geri ödemesine ilişkin vadeye de sahip bulunmamaktadır”¹¹⁶.

1.4.3.12. Kar ve Zarar Ortaklığı Belgeleri

“Uzun vadeli fon sağlama kaynağı olan kar ve zarar ortaklığı belgesi, anonim şirketler tarafından kar ve zarar karşılığı ihraç edilen bir menkul kıymet türüdür. Kar ve zarar ortaklığı belgesi, imtiyazlı pay senetleri ile tahvil ya da borç senetleri arasında bir niteliğe sahiptir. Bu belgeler sahiplerine işletmenin kar ve zararına katılma hakkı vermekle beraber, bir pay senedi değildir. Belge sahiplerinin oy hakları ve dolayısıyla şirket yönetimine katılma hakları yoktur. Belgelerin vade sonunda geri ödenmesi zorunludur”¹¹⁷.

1.4.3.13. Depo Sertifikaları

“Yerel bir saklama kuruluşunda depo edilen yabancı menkul kıymetleri temsilen çıkarılan ve bu menkul kıymetlerin verdiği hakları aynen sağlayan, bunlara özdeş, hamiline yazılı, nominal değeri temsil ettiği yabancı menkul kıymetin para birimi cinsinden ifade edilen sermaye piyasası aracıdır.”¹¹⁸

¹¹⁶ Diğer Finansal Varlıklar, (Erişim) <http://www.ekodialog.com/Makaleler/kar-zarar-ortakligi-belgesi.html>, 20 Temmuz 2010.

¹¹⁷ Diğer Finansal Varlıklar, (Erişim) <http://www.ekodialog.com/Makaleler/kar-zarar-ortakligi-belgesi.html>, 20 Temmuz 2010.

¹¹⁸ İMKB Sözlüğü, (Erişim) http://www.imkb.gov.tr/glossary/a-f/isedictionary_d.aspx, 9 Temmuz 2010

Yatırımcılar, depo sertifikalarıyla yabancı borsalardan doğrudan alım yapmak yerine yabancı menkul kıymetlere yatırım yaparak olası devalüasyon risklerinden korunabilirler¹¹⁹.

1.4.3.14. Türev Ürün Sözleşmeleri

“Sahibine gelecekte belli bir tarihte, belli bir finansal varlığı, belli bir fiyattan alma veya satma hak veya yükümlülüğünü sağlayan; fiyatı söz konusu varlığın gelecekteki fiyatına bağlı olarak değişen finansal araçlara türev ürünler denir”¹²⁰.

Türev ürün sözleşmeleri, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

1.5. FİNANSAL PİYASALARIN EKONOMİ POLİTİKALARINDAKİ ROLÜ VE ÖNEMİ

Bilindiği üzere ekonomi politikaları temel olarak maliye politikası ve para politikası olmak üzere iki ana başlık altında incelenmektedir. Hiç kuşkusuz bu politikaları destekleyici yapısal politika adı verilen diğer düzenlemeler de bulunmaktadır. Bu tür yapısal politikalar, hem maliye politikasının, hem para politikasının uygulanmasını etkin hale getirmekte, hem de uygulandıkları alana göre ekonominin kurumsal, yapısal ve yasal altyapısını güçlendirmektedir.

Çalışmanın bu bölümünde ilk etapta finansal piyasaların işleyişi ile para politikası arasındaki ilişkiye yer verilmekte, daha sonra ise finansal piyasalar ile maliye politikaları arasındaki ilişki incelenmektedir.

¹¹⁹ Yılmaz, a.g.e., s. 53.

¹²⁰ Berna Ç. Kocaman; **Finansal Piyasalar (Kurumlar, Teknikler ve Araçlar)**, Siyasal Kitabevi, Ankara , 2004, s.15.

1.5.1. Para Politikası Açısından Finansal Piyasaların Önemi

Finansal piyasalar ile para politikası arasında güçlü bir etkileşim söz konusudur. Bilindiği üzere fiyat istikrarını sağlayarak ekonominin uzun vadeli büyüme potansiyeline katkıda bulunmak, para politikasının temel amacıdır. Bu yönüyle merkez bankalarının finans piyasaları ile ilişki içinde olacağı da açıktır. Bu ilişkide ise bir etkileşim söz konusu olup, finansal piyasalardaki gelişmeler para politikası araçlarına yansımakta, para politikası uygulamaları da finansal piyasada önemli etkiler yaratabilmektedir.

Finansal piyasalar ile para politikası arasındaki etkileşme kanallarından en önemlisi ticari bankaların kaydi para yaratma özelliğidir¹²¹. Ticari bankalar halktan topladıkları mevduatın belirli bir kısmını(en az mevzuatta öngörülen zorunlu rezerv oranı kadar) merkez bankasında tutarak geri kalanını kredi olarak kullandırmaktadırlar. Kredi olarak kullandırılan tutar ise, bankacılık sisteminin dışına çıkmadığı sürece bir başkasının mevduatı olacağı için bu tutarın da bir kısmı merkez bankasında tutulacak ve geri kalanı kredi olarak kullandırılacaktır. Böylece tek bir mevduat, kredi kullandırımı yoluyla çarpan etkisi ortaya çıkacak ve kaydi para arzını artıracaktır. Bu durumda sistemin para yaratma gücü merkez bankasında tutulan zorunlu rezerv oranına, serbest rezerv oranına, mevduatın ne kadarının bankada tutulup ne kadarının dolaşımda olacağına ve kredi genişlemesine bağlı olacaktır. Bu yönüyle, para politikası araçlarından biri olan zorunlu rezerv oranının finansal sistemi, finansal sistemdeki değişikliklerin ise rezerv oranı vasıtasıyla para politikasını etkilemektedir.

Finansal piyasalar ile para politikası arasındaki bir diğer etkileşim alanı ise faizlerdir¹²². Faiz oranları, finansal piyasalardaki bütün araçları etkileyen bir unsur olmakla birlikte, merkez bankalarının kullandığı en önemli para politikası araçlarından da biridir. Finansal piyasalarda görülen arz ve talep kaynaklı faiz değişimleri para politikasını da yakından ilgilendirmektedir. Özellikle finansal piyasalarda dalgalanmanın arttığı dönemlerde merkez

¹²¹ Nur Keyder; **Para Teori-Politika-Uygulama**, Seçkin Kitabevi, 2008.

¹²² Nur Keyder; **Para Teori-Politika-Uygulama**, Seçkin Kitabevi, 2008.

bankası para politikası amaçları doğrultusunda, piyasaya müdahale edebilmektedir. Diğer taraftan merkez bankasının faiz oranları, finansal piyasalardaki getiriye ve fiyatları etkilemektedir. Bilindiği gibi faiz oranı parayı elde tutmanın fırsat maliyeti olarak tanımlanabilmektedir. Bu yüzden Merkez Bankası tarafından faiz oranlarının ve/veya likiditenin artırılması parayı elde tutmanın fırsat maliyetini etkileyecek ve bu nedenle de finansal piyasalardaki tüm ürünlerin arz ve talebi değişim gösterecektir.

1.5.2. Maliye Politikası Açısından Finansal Piyasaların Önemi

Finansal piyasaların maliye politikaları ile kuvvetli bir etkileşimi söz konusudur. Özellikle ülkemiz gibi gelişmekte olan hemen her ülkede gözlemlenen bütçe açığı ve yüksek devlet borcu, kamunun finansal piyasalarda yer alan önemli bir aktör olmasına yol açmaktadır. Bu yönüyle finansal sektörde yaşanan her türlü gelişme maliye politikalarını ve özellikle de kamu borçlarını çevirme noktasında kamu maliyesini etkilemektedir. Döviz kurlarındaki ve faiz oranlarındaki değişikliklerin, kamu borç stokunu doğrudan etkilediği dikkate alındığında ise, kamu borç stokunun faiz ve kur riskine maruz kaldığı rahatlıkla söylenebilmektedir. Tam da bu nedenle finansal piyasalardaki gelişmelerin maliye politikası ile etkileşimi incelenirken özellikle borç stokunun maruz kaldığı piyasa riskleri önem arz etmektedir.

Tıpkı para politikasında olduğu gibi maliye politikası ile finansal piyasalar arasında da etkileşim içeren iki yönlü bir ilişki söz konusudur. Maliye politikası açısından finansal piyasaların gelişmişliği oldukça büyük öneme haizdir. Kuşkusuz maliye politikasının sıklıkla başvurulan en önemli araçlarından birisi kamu borçlanmasıdır¹²³. Bu bakımdan maliye politikalarının seyri finansal piyasalar tarafından yakından izlenmektedir. Bütçe açığına bağlı olarak kamunun finansman ihtiyacının artması, finansal piyasalardan borçlanmasını artıracaktır. Bu durumda finansal sektör, elde

¹²³ İsmail Türk; **Maliye Politikası**, Turhan Kitabevi, 2008.

ettiği fonların bir kısmını özel sektör yatırımcıları ve bireysel tüketiciler yerine devlete borç verecektir ki bu durum devletin ÷lke ekonomisi üzerindeki etkisini arttıracaktır. Bununla birlikte, gelişmiş ve yeterli derinliğe ulaşmış finansal piyasaların varlığı ise maliye politikalarının uygulanmasını kolaylaştıracaktır. Finansal piyasaların gelişmişliğine bağlı olarak da devletin borçlanma ihtiyacının artması diğer kesimler üzerindeki baskıyı da nispeten azaltacaktır. Yüksek bütçe açığı ve borç stokunun gelişmiş ÷lkelerde gelişmekte olan ÷lkelerdeki kadar tehlikeli olmamasının en önemli sebebi hiç şüphe yok ki bu ÷lkelerin gelişmiş ve yeterli derinliğe ulaşmış finansal piyasalara sahip olması ve devletin finansal sistem içindeki ağırlığının özel sektörü dışlamayacak büyüklükte olmasıdır.

İKİNCİ BÖLÜM

Çalışmanın bu bölümünde türev ürünlerin ortaya çıkışı, tarihsel gelişimi incelenerek türev ürün piyasalarının fonksiyonları, işleyiş mekanizmaları ve bu piyasalarda işlem gören türev ürün sözleşmeleri hakkında bilgi verilmektedir. Ayrıca dünyadaki türev piyasa görünümü bölgesel olarak incelenmekte ve Türkiye’de türev ürün piyasalarının tarihsel gelişimine yer verilmektedir.

2. TÜREV ÜRÜN PİYASALARI

Türev ürünler, “değeri bir başka varlığın değerine endekslenmiş ürünler” olarak tanımlanabilmektedir. Türev ürünler, işleme konu finansal aracın parasının vade sonunda ödendiği, fiziki teslimat veya nakdî uzlaşmanın da vade sonunda yapıldığı türev piyasalarda işlem görmektedir. Bu nedenle vadeli piyasa ile türev ürün piyasaları aynı anlamda olmak üzere birbirlerinin yerine kullanılmaktadır¹²⁴.

“Türev sözleşmeleri; bir iktisadi varlığın satıcı tarafından belirlenen bir tarihte, belirlenen bir fiyat, miktar ve kalitede, belirlenen bir yerde alıcıya teslim etmesini ve alıcının da buna karşılık satıcıya sözleşme gereğince ödemesi gereken nakdî ödemesini öngören, kanunen bağlayıcı bir anlaşma olarak tanımlanmıştır”¹²⁵.

2.1. TÜREV ÜRÜNLERİN ORTAYA ÇIKIŞI VE TARİHSEL GELİŞİMİ

Bretton Woods Sistemi, dünya piyasalarına sabit olan ya da belirli bir bant içinde hareket eden bir parite sistemi getirmiştir. Söz konusu sistemde doların değeri altına, diğer para birimlerinin değeri ise doların değerine

¹²⁴ Dikmen, a.g.e., s. 5.

¹²⁵ Ercan Özen, “İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nda Hisse Senedine Dayalı Futures İşlemlerin Spot Piyasa Etkinliğine Katkısı İMKB 30 Endeksi İçin Bir Uygulama”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kocatepe Üniversitesi, Afyonkarahisar, 2008, s. 6.

endekslenmiştir. Böyle bir sistemde para birimleri arasında önemli değer değişimleri yaşanmadığı için uluslararası finans sisteminde kur riski minimize edilmiş olmaktadır. Ancak sistemin, genişleyen dünya ekonomisinin ihtiyaçlarını karşılayamaması sonucu sistem 1972 yılında çökmüştür. Bu tarihten itibaren ülke paralarının değişim oranları serbest piyasa koşulları altında belirlenmeye başlamıştır. Bu durum daha önceki sistemde minimize edilen kur riskinin tekrar bir tehdit olarak ön plana çıkmasına sebep olmuştur. Ayrıca, başta ABD olmak üzere faiz oranlarının, enflasyonun önemli oranda dalgalanma göstermesi, sermayenin çok çabuk ve kolay yer değiştirmesi de risk algılamasını önemli oranda artırmıştır¹²⁶.

Söz konusu riskleri bertaraf etmek ve yeni doğan fırsatları değerlendirmek üzere özellikle finansal piyasalarda yeni araçlar ve stratejiler geliştirilmektedir. Bugün kullandığımız türev ürün piyasaları da bu çabaların bir ürünü olarak ortaya çıkmaktadır¹²⁷.

Yakın bir tarihte ortaya çıkmalarına rağmen türev ürünlerin eski çağlarda da kullanıldığı bilinmektedir. Kayıtlardaki ilk vadeli işlem sözleşmeleri Eski Yunan'da filozof Thales'in kışın, bahardaki zeytin hâsılatı için yağhaneler üzerine yaptığı ve günümüzdeki alım opsiyonlarına benzeyen pazarlıklardır. Aristo'nun da benzer sözleşmelere eserlerinde yer verildiği bilinmektedir¹²⁸.

Forward sözleşmelerin ise ilk olarak 12. yüzyılda panayırılarda gerçekleştirildiğine dair bilgiler bulunmaktadır. Forward sözleşmesinin ilk yapıldığı yer olarak da Londra'daki Kraliyet Borsası (Royal Exchange) olmuştur. 17. Yüzyılda ise Hollanda ve İngiltere'de yarı organize borsalarda opsiyon sözleşmelerinin alınıp satıldığına ilişkin kanıtlar bulunmaktadır¹²⁹.

Günümüzdeline benzer ilk organize türev borsası 1697 yılında Japonya'da 'Dojima Pirinç Piyasası' adıyla oluşturulmuştur.

¹²⁶ Pınar Özalp, "Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistem İşleyişindeki Rolü: Türkiye'de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları", TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara, 2003, s. 10-11.

¹²⁷ Özalp, a.g.e., s. 11.

¹²⁸ Özalp, a.g.e., s. 11.

¹²⁹ Özalp, a.g.e., s. 11.

19. yüzyılda Chicago, Frankfurt ve Londra gibi şehirlerde düzenli türev borsalar faaliyet göstermeye başlamıştır¹³⁰. Bu piyasalarda tarih boyunca kullanılan türev araçlar gelişmiş şekliyle kullanılmaya başlanmıştır.

1847 yılında, yumurta tereyağı, kümes hayvanları gibi ürünlerin işlem gördüğü Chicago Ürün Kurulu (Chicago Product Board) kurulmuştur. Borsa daha sonra Chicago Ticaret Borsası (CME) adını almıştır¹³¹.

Türev araç piyasalarının modern çağdaki başlangıcı bu piyasaların ABD'deki gelişimi ile yakından ilişkilidir. İlk organize türev araç piyasası 1848 yılında kurulmuş olan Chicago Ticaret Odası (CBOT)'dır¹³².

Chicago Ticaret Odası'nda iç savaş yüzünden fiyatlarda görülen dalgalanmalardan korunmak amacıyla forward işlemler gerçekleştirilmeye başlanmış ve bu borsada buğday ve mısır alım satımı, nakit ve vadeli olarak yapılmıştır. 1865 yılından itibaren modern vadeli işlemlerin yapıldığı CBOT'u 1872 yılında vadeli işlemlere başlanan New York Pamuk Borsası takip etmiştir¹³³. CBOT günümüzde de faaliyetini sürdüren en büyük futures borsasıdır.

Tarihsel gelişime bakıldığında ilk türev ürün piyasalarının tarım ürünlerinde olduğu gözlemlenmektedir. Bu durum piyasada konu olan malın fiyatının bir risk transferi gerektirecek kadar değişken olması ile ilişkilidir. Tarım ürünleri bu özelliği taşıdığı için ilk türev araç piyasaları da bu ürünler üzerinde kurulmuştur. Finansal varlıklara ilişkin türev ürün piyasaları ise bu ürünlerin fiyat değişimlerinin yoğun olarak yaşandığı 1970'lerin ortalarından itibaren kullanılmaya başlanmıştır¹³⁴.

Para birimlerini ABD dolarına ve onun aracılığıyla belirli bir altın standardına bağlayan Bretton Woods anlaşmasının çöküşüyle faiz oranları ve döviz kurlarında yaşanan dalgalanmaların ardından ortaya çıkan faiz ve kur risklerini ortadan kaldırmak amacıyla yeni finansal araçlar ve piyasalar geliştirilmeye başlanmıştır. Bu kapsamda ilk olarak 1972 yılında Chicago

¹³⁰ Özalp, a.g.e., s. 11.

¹³¹ Özalp, a.g.e., s. 12.

¹³² Özalp, a.g.e., s. 12.

¹³³ Özen, a.g.e., s. 7.

¹³⁴ Özalp, a.g.e., s. 13.

Mercantile Exchange bünyesinde International Monetary Market kurulması ile dövizde dayalı vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmeye başlamıştır. Faize dayalı ilk vadeli işlem sözleşmeleri ise 1975 yılında National Mortgage Association bünyesinde işlem görmüştür. Hisse senedi endeksine dayalı ilk vadeli işlemler 1982 yılında Kansas City Board of Trade tarafından gerçekleştirilmiştir. Avrupa'da da Amerika'yı takip eden gelişmeler görülmüş, bazı ülke borsalarının birleşmesiyle Amerika'daki borsalarla yarışabilecek düzeyde yüksek işlem hacmine sahip alım satım platformları oluşmuştur.

Swap işlemlerin ilki ise 1923 yılında Avusturya Merkez Bankası tarafından gerçekleştirilmiştir. İlk para swap işleminin 1979 yılında, ilk faiz swap işleminin ise 1981 yılında Londra'da gerçekleştiği sanılmaktadır¹³⁵.

İlk olarak tezgahüstü piyasalarda işlem gören opsiyonlar 1973 yılından itibaren Chicago Opsiyon Borsası (CBOE)'da 1975'lerden sonra ise diğer borsalarda işlem görmeye başlamıştır¹³⁶.

Bonoyla ilgili ilk futures sözleşmesi ise 1975 yılında CBOT bünyesinde işlem görmeye başlamıştır. Hisse senedi endeksi sözleşmelerine ise 1982 yılından itibaren başlanmıştır¹³⁷.

Bilgi ve iletişim teknolojilerinde yaşanan gelişmelere bağlı olarak dünyanın dört bir yanındaki finans merkezlerine erişimin kolaylaşması türev ürün kullanımında önemli bir artış yaratmıştır.

Yıllar itibariyle vadeli işlem ve opsiyon borsalarının işlem hacimlerinde artışlar görülmekte ve borsaların ekonomik sistemde karşılaşılabilecek her türlü riske karşı yeni ürünler geliştirmeye devam etmesiyle yeni finansal türev ürünler ortaya çıkmaktadır¹³⁸.

Son yıllarda türev ürün piyasalarında gözlemlenen bir diğer önemli gelişme de sigorta, hava kirliliği, sözleşmeleri, elektrik türev ürünleri, hava

¹³⁵ Çetin Ali Dönmez, Yaman Başaran, Güzin Doğru, Sedat Uğur, Yeşim Kartallı, Gökhan Ugan, **Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş**, İstanbul, Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 2002, s.1-2.

¹³⁶ Özalp, a.g.e., s. 12.

¹³⁷ Özalp, a.g.e., s. 13.

¹³⁸ Esra Zeynel, "Vadeli İşlem Piyasalarında Endeks Sözleşmeleri Kullanımına Dayalı Korunma Etkinliği (Hedging Effectiveness): Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Üzerine Bir Uygulama", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Isparta, 2008, s. 9.

durumu türev ürünleri ve kredi türev ürünleri gibi yeni ve ilginç türev ürünlerinin kullanıma sunulmuş olmasıdır.

2.2. TÜREV ÜRÜN PİYASALARININ TEMEL FONKSİYONLARI

Finansal sistemde büyük önemi olan ve özellikle gelişmiş ülkelerde ulusal ve uluslararası fon transferinde önemli bir yer tutan türev ürün piyasalarının bu piyasaların tercih edilmesini sağlayan fonksiyonları bulunmaktadır. Bu fonksiyonlar şu şekilde özetlenebilir.

2.2.1. Risk Yönetimi

Türev piyasaların en önemli kullanım amacı yatırımcıyı ileride olabilecek muhtemel fiyat değişiklikleri riskinden korumaktır. Yatırımcı spot piyasasında aldığı pozisyonun tersi pozisyonu vadeli işlem piyasasında almaktadır¹³⁹. Spot piyasada satış pozisyonu alan yatırımcı türev piyasalarda alış pozisyonu, spot piyasalarda alış pozisyonu alan yatırımcı ise türev piyasalarda satış pozisyonu alarak ileride doğabilecek olumsuz fiyat değişikliklerinden kendini koruyabilmekte, bu sayede arz ve talepten kaynaklanan fiyat belirsizliğinin maliyeti azaltılmış olur¹⁴⁰.

Türev ürün piyasaları riskten korunma mekanizmalarıyla aşırı mal stoku bulundurmaktan ve fazla sayıda ileri tarihli teslim taahhüdüne girmekten kaynaklanan riskleri azaltır. Üreticiye, sözleşme konusu varlığa sahip olmadığı halde işlem yapma imkanı sağlayan ve ürünün spot fiyatında olası düşüş ve yükselişe bağlı üreticinin zararını önleyen türev piyasalar bu özellikleriyle üreticiyi korumaktadır¹⁴¹.

Günümüzde işletmeler birçok riskle karşı karşıya bulunmaktadır. Bu risklerin yönetilmesi işletmeler açısından önemlidir. Türev ürün piyasaları da

¹³⁹ Yalçın, a.g.e., s. 20.

¹⁴⁰ Vadeli İşlem Piyasalarının Tercih Nedeni, (Erişim) <http://www.vadeli.freeservers.com/tercihnedeni.htm>, 21 Temmuz 2010.

¹⁴¹ Vadeli İşlem Piyasalarının Tercih Nedeni, (Erişim) <http://www.vadeli.freeservers.com/tercihnedeni.htm>, 21 Temmuz 2010.

bu noktada devreye girerek riskten korunmak isteyen işletmelere avantajlar sunar¹⁴². Örneğin ihracatçı bir işletme 6 ay sonra döviz geliri elde etmesi durumunda işletmenin kârı veya zararı 6 ay sonraki döviz kuruna göre değişecektir. 6 ay sonraki döviz kurunun belirsiz olması işletme için bir risk unsurudur. İşletme bu riskten korunmak amacıyla 6 ay vadeli bir vadeli işlem sözleşmesini belirlediği kur üzerinden vadeli işlemler piyasasında satabilir. Böylelikle işletme, kur riskinden korunmuş olur.

Yatırımcılar türev piyasalarda işlem yaparak fiyat riski yerine baz riski adı verilen yeni bir risk üstlenirler. Baz riski, fiyat riskine göre çok düşüktür. Vadeli işlem sözleşmesinin spot fiyata göre farklı fiyatlandırılması sonucu baz değerinin değişmesi sonucu oluşan bu risk, vadeli işlem fiyatı ile spot fiyatı arasındaki farktan yararlanılarak hesaplanır¹⁴³.

Türev ürün piyasalarında, spot piyasadaki fiyat riskinden korunmanın bir diğer yolu da çapraz korunma yapmaktır. Çapraz korunma ile yatırımcı vadeli işlem sözleşmesine konu olan ürün ile riskten korunmayı amaçladığı ürünün aynı olmaması durumunda bu iki ürünün spot piyasadaki fiyat farkı riskinden korunmuş olur. “Vadeli işlem piyasalarının araştırma maliyetlerini azaltıcı ve bilgi akışını hızlandırıcı özelliği de riskten korunmak isteyenlere yardımcı olmaktadır”¹⁴⁴.

2.2.2. Spekülasyon

Riskten korunmak isteyenlerin riskini üstelenerek daha fazla kazanç sağlamak amacıyla vadeli işlem piyasasında işlem yapmaya “spekülasyon yapmak” denilmektedir. Spekülatif işlem sayesinde risk, riskten korunmak

¹⁴² Süleyman Uyar, İşletmeler Döviz Kurundaki Dalgalanmalardan Nasıl Korunmalıdır? Türev Piyasalar Önerisi, (Erişim) <http://www.muhasabetr.com/yazarlarimiz/suleyman/010/>, 03 Ağustos 2010.

¹⁴³ Vadeli İşlem Piyasalarının Tercih Nedeni, (Erişim) <http://www.vadeli.freeservers.com/tercihnedeni.htm>, 21 Temmuz 2010.

¹⁴⁴ Vadeli İşlem Piyasalarının Tercih Nedeni, (Erişim) <http://www.vadeli.freeservers.com/tercihnedeni.htm>, 21 Temmuz 2010.

isteyenlerden kazanç amacıyla riski üstlenen spekülâtorlere transfer edilmektedir¹⁴⁵.

Spekülâtif yatırımcılar vadeli fiyat ile beklenen spot fiyat arasında fark olduğu zaman spekülâtif pozisyon almaktadır. Eğer bir malın vadeli işlem fiyatının gelecekteki spot fiyatından daha düşük olduğu inanılırsa vadeli işlem piyasasında alış yapmakta, vadeli işlem fiyatının gelecekteki spot fiyatından daha yüksek olduğuna inanılırsa satış yapmaktadırlar. Spekülâtorler tahminleri veya hesapları doğru çıkarsa kâr etmekte, doğru çıkmazsa zarar etmektedirler¹⁴⁶.

Türev piyasalarda spekülâtorlere düşen görev riskten korunmak için bu piyasaları tercih eden ve bu nedenle işlemlerin gerçek maliyetinin üzerinde ödeme yapan yatırımcıların risklerini üstlenmektir¹⁴⁷.

Spekülâtorlerin türev piyasalar için önemi sadece risk almaları ile sınırlı kalmamaktadır. Spekülâtorler fiyatların aşırı yükselmesi halinde satış yönünde işlem yaparken, fiyatların aşırı düşmesi halinde de alım yönünde işlem yaparlar. Bu nedenle doğru yapılan spekülasyon, fiyatların aşırı yükselmesini ve düşmesini önleyerek finansal istikrara katkı sağlar¹⁴⁸.

Spekülâtorlerin var olmadığı bir piyasa ortamında likidite azalır, katılımcıların arz ve talepleri istenilen ölçüde karşılanamayabilir. Bazı spekülâtif hareketleri ile piyasada fiyat dengesizliklerinin ortaya çıkmasına neden olsalar da spekülâtorler spot ve vadeli piyasalardaki alım satım fiyatları arasında destek ve direnç noktaları oluşturarak bu iki piyasa arasındaki fiyat farkını belirli bir seviyede tutmaktadırlar¹⁴⁹.

¹⁴⁵ Vadeli İşlem Piyasalarının Tercih Nedeni, (Erişim) <http://www.vadeli.freeservers.com/tercihnedeni.htm>, 21 Temmuz 2010.

¹⁴⁶ Vadeli İşlem Piyasalarının Tercih Nedeni, (Erişim) <http://www.vadeli.freeservers.com/tercihnedeni.htm>, 21 Temmuz 2010.

¹⁴⁷ Vadeli İşlem Piyasalarının Tercih Nedeni, (Erişim) <http://www.vadeli.freeservers.com/tercihnedeni.htm>, 21 Temmuz 2010.

¹⁴⁸ Vadeli İşlem Piyasalarının Tercih Nedeni, (Erişim) <http://www.vadeli.freeservers.com/tercihnedeni.htm>, 21 Temmuz 2010.

¹⁴⁹ Vadeli İşlem Piyasalarının Tercih Nedeni, (Erişim) <http://www.vadeli.freeservers.com/tercihnedeni.htm>, 21 Temmuz 2010.

2.2.3. Arbitraj

Arbitraj “yatırım yapmadan elde edilen risksiz kazanç” olarak tanımlanmaktadır¹⁵⁰. Türev ürün piyasalarında oluşan fiyatlarla spot piyasalarda oluşan fiyatlar arasında, hatta aynı vadeli işlem sözleşmesinin değişik vadeleri arasında belirli ilişkiler vardır. Bu ilişkileri yakalayan bir yatırımcı bu ilişkilerin bozulduğu dönemlerde arbitraj yaparak kısa dönemli kâr elde edebilmektedir. Yani, fiyatı düşen bir varlığı alarak bunu yükselen piyasalarda satabilme imkânına sahiptir. Böylece hem kâr elde edecek hem de daha önce bahsedilen fiyatlar arasındaki ilişkinin tekrar kurulmasına sebep olacaktır.

“Arbitraj amaçlı işlemler, fiyatların sapmasını engelleyerek etkin fiyat oluşumunu sağlamaya katkı sağlar.”¹⁵¹ Ayrıca arbitraj işlemleri, fiyatların beklenen şekilde belirlenmesine de yardımcı olarak piyasaların öngörülebilirliğini de artıracaktır.

2.2.4. Geleceğe Yönelik Fiyat Keşfi

Vadeli işlem sözleşmelerinin en temel özelliklerinden biri de geleceğe yönelik fiyat keşfidir¹⁵².

Vadeli işlem piyasalarında konu olan sözleşmenin belirlenen fiyatı o sözleşmenin dayanak varlığının vade sonunda spot piyasada işlem görmesi beklenen fiyatını yansıtmaktadır. Vadeli işlem piyasaları vadeli işlemlerin bu özelliği sayesinde bir ürünün gelecekteki fiyatı ile ilgili bilgi verirler. Vadeli işlem piyasalarının bu özelliği sayesinde işletmeler üretim planlamalarını daha doğru, daha az maliyetli gerçekleştirebilmekte ve kaynaklarını optimum düzeyde kullanabilmektedir. Bu durum ürünün arz talep dengesinin sağlanmasında önemli rol oynamaktadır. Üreticilerin vadeli işlem piyasalarında fiyatı yüksek olan ürünü üretmeye yönelmeleri ve bu şekilde

¹⁵⁰ MEGEP (Mesleki Eğitim ve Öğretim Sisteminin Güçlendirilmesi Projesi), **Türev Piyasa Araçları**, Ankara, 2007, s. 24.

¹⁵¹ Vadeli İşlem Piyasalarının Tercih Nedeni, (Erişim) <http://www.vadeli.freeservers.com/tercihnedeni.htm>, 21 Temmuz 2010.

¹⁵² Zeynel, a.g.e., s. 12.

talebi karşılayabilmeleri, tersi durumda ise gereksiz üretimin gerçekleştirilmemesi ile arz fazlasının oluşmaması geleceğe yönelik fiyat bilgisinin kullanımına örnek olarak verilebilir¹⁵³.

2.2.5. Alım Satım Kolaylığı

Vadeli işlem borsalarının tezgah üstü piyasalardan ayıran en önemli özelliklerden biri olan standart sözleşme ve standart ürünün varlığı alım satımı kolaylığını da beraberinde getirmektedir¹⁵⁴. Böylece birbirini hiç tanımayan taraflar arasında işlem yapılabilmesine olanak tanınmakta bu da borsanın geniş kesimlere ulaşmasını kolaylaştırmaktadır. Borsanın geniş kesimlere ulaşmasında bir diğer önemli husus da borsanın güvenilirliğidir. Hiçbir yatırımcı güvenmediği bir borsada yatırım yapmak istemez. Borsada işlem gören ürünlerin ve sözleşmelerin standart olması aynı zamanda güven ortamının da tesis edilmesine yardımcı olmaktadır.

2.2.6. Güvence ve Likidite Sağlama

Vadeli işlem borsalarında sözleşmede yer alan yükümlülüklerin yerine getirilip getirilmediğini gözetleyen ve tarafları yükümlülüklerini yerine getirmeye zorlayan takas odaları önemli bir güvence fonksiyonu sağlamaktadır. Böylece sözleşme satın alacak olan biri karşı taraf hakkında uzun ve maliyetli bir araştırma yapmayacaktır. Vadeli işlem borsalarında güvenceye dayanarak çok sayıda yatırımcının yer alması aynı zamanda likidite için de bir güvence olmaktadır¹⁵⁵.

¹⁵³ Vadeli İşlem Piyasalarının Tercih Nedeni, (Erişim) <http://www.vadeli.freeservers.com/tercihnedeni.htm>, 21 Temmuz 2010.

¹⁵⁴ Yalçın, a.g.e., s. 22.

¹⁵⁵ Yalçın, a.g.e., s. 24.

2.2.7. Üretim Verimliliğini Artırma

Bir işletme için en önemli risk unsuru üretimde kullandığı girdi fiyatları ile satış fiyatlarındaki beklenmedik değişikliklerdir. Firmaların ve dolayısıyla ekonominin üretim yapısını olumsuz etkileyen bu durumdan korunmak için vadeli işlemler borsaları önemli fırsatlar sunmaktadır. Spot piyasada alınan pozisyonun tersi pozisyonda işlem yapılarak firmalar fiyat değişimlerinden etkilenmemekte bu da hem firmanın üretim verimliliğini hem de ekonominin verimliliğini artırmaktadır¹⁵⁶.

2.2.8. Otomatik İstikrar Sağlayıcılığı

Ekonomiler genellikle canlanma ve durgunluk olmak üzere iki dönem arasında dalgalanma göstermektedirler. Canlanma dönemlerinde üretim ve fiyatlar artarken, daralma dönemlerinde ise her ikisi de aşağı yönlü hareket etmektedir. Vadeli işlem borsalarında işlem yapan spekülâtörler ekonomik canlanma dönemlerinde gelecekteki daralmayı takip ederek satışa geçmekte böylece spot piyasadaki talebi azaltarak fiyatların artış hızının yavaşlamasına sebep olmaktadır. Daralma dönemlerinde ise vadeli alımlarla gelecekteki fiyatlardaki olası artışlardan spekülâtif olarak kâr elde etmeye çalışmaktadırlar. Bu tür vadeli işlemler dalgalanmaların şiddetini azaltarak otomatik stabilizatör etkisi göstermektedir¹⁵⁷.

2.2.9. Ekonomi Politikaları Müdahalelerinde Esneklik Sağlama

Ekonomi politikalarının uygulanmasından sorumlu olan birimler vadeli işlem borsaları aracılığıyla daha az kaynak kullanarak ekonomiye müdahil olma imkanına sahip olabilmektedirler. Özellikle döviz kurlarının yapay bir şekilde arttığı dönemlerde merkez bankaları türev piyasalarda satışa geçerek hem vadeli döviz kurunu hem de spot piyasadaki döviz kurunu aşağı

¹⁵⁶ Yalçın, a.g.e., s. 25.

¹⁵⁷ Yalçın, a.g.e., s. 25.

ekebilmektedirler. Böylece dvız rezervleri kullanılmadan kısa vadede dvız kurları aşağı çekilebilmektedir. Ayrıca borçlanmadan sorumlu otorite, devlet tahvili ve hazine bonusu gibi enstrümanlarla türev piyasalarda zaman esnekliğinden faydalanarak ekonomiyi yönlendirmeye çalışmaktadır. Çok uzun vadelerle ihraç edilen bu enstrümanlar otoritelerin operasyonel sınırlarını genişletmekte, borçlanmada derinliğin yakalanmasına yardımcı olmaktadır. Ancak gerek merkez bankalarının gerekse borçlanma otoritelerinin bu tür işlemlerinin etkisi kısa dönemli olmaktadır¹⁵⁸.

2.2.10. Uluslararası Fon Transferini Artırma

Son yıllarda türev piyasaları işlemlerinde görülen yüksek artış bu işlemlerin demeler dengesi tablolarında önemli yer tutmasına sebep olmaktadır. Vadeli işlem borsalarında, yatırılan sermayenin yaklaşık 10–15 katı büyüklüğün kontrol altında tutulması uluslararası akımların hacmini de önemli oranda artırmaktadır¹⁵⁹.

2.3. TÜREV ÜRÜN PİYASALARI VE İşLEYİş MEKANİZMASI

Genelde finansal piyasaların ve özellikle türev ürün piyasalarının gelişmesiyle müşterilerin ihtiyaçları doğrultusunda yeni türev ürün eşitleri ve bunların değişik kombinasyonları ortaya çıkmıştır. Buna rağmen tüm türev ürünleri forward sözleşmeler, futures sözleşmeler, opsiyonlar ve swap sözleşmeler olarak sınıflandırmak mmkndr¹⁶⁰.

2.3.1. Forward Sözleşmeler

Vadeli işlemlerin en basit biçimi forward sözleşmelerdir. Bir forward sözleşmesinde, belirli bir varlık, belirli bir ileri tarihte, belirli bir fiyattan alım

¹⁵⁸ Yalçın, a.g.e., s. 26.

¹⁵⁹ Yalçın, a.g.e., s. 26.

¹⁶⁰ zalp, a.g.e., s. 26.

satıma konu olmaktadır. Bu tür piyasalarda alıcı ve satıcı üçüncü bir kişinin aracılığına ihtiyaç duymaksızın geleceğe dönük fiyat, alım/satıma konu malın miktarı ve kalitesi konusunda anlaşmaktadırlar. Üçüncü bir tarafın olmaması, alım satım yükümlülüklerinin yerine getirilmediği durumlarda taraflara bir garanti imkanı da getirmemektedir. Bu itibarla kredi riski her iki taraf içinde geçerlidir. Herhangi bir uyuşmazlık olması durumunda taraflar ticaret kanunu ve diğer ilgili mevzuat çerçevesinde hakkını mahkemelerde aramaktadır. Ancak mahkeme kararlarının uzun sürmesi bu tür piyasalara olan güveni zedelemektedir¹⁶¹.

Forward sözleşmeler, organize olmayan piyasalarda gerçekleştirilir. İşlem yapılabilmesi için aracı kuruma gerek duyulmaması sebebiyle, komisyon maliyeti söz konusu değildir¹⁶².

Forward işlemlerin bir diğer özelliği ise sözleşmedeki değer ancak vade sonunda ortaya çıkması ve sözleşme başında veya sözleşme sürecinde taraflarca herhangi bir ödeme yapılmamasıdır. Bu tür işlemlerde ileri tarihli fiyat, varlığın bugünkü değerine, onu geleceği taşımanın maliyetine ve onu elde tutmanın getirisine göre şekillenmektedir¹⁶³.

Forward işlemlerde sözleşme taraflarının başlangıçta herhangi bir nakit yükümlülüğünün bulunmaması ve iki taraf arasında vade bitimine kadar nakit akışının gerçekleşmemesi nedeniyle sözleşmenin uzun tarafı parasını vade bitimine kadar bir başka finansal araçla değerlendirebilir¹⁶⁴.

Finansal piyasalarda ise forward fiyatlar spot fiyatlardan farklı olmakla beraber aynı da olabilmektedir. Forward işlemlerde fiyat, spot fiyatın üzerine "swap point" adı verilen oranların eklenmesi ya da çıkarılması ile hesaplanabilmektedir. Ülkeler arasındaki faiz oranı farklılıkları bir yandan faiz arbitrajı imkânı sağlarken bir yandan da spot kurlar ile forward kurlar

¹⁶¹ Özalp, a.g.e., s. 27.

¹⁶² Yalçın, a.g.e., s. 29.

¹⁶³ Serpil Canbaş, Hatice, Doğukanlı; **Finansal Pazarlar**, İstanbul, Beta Basım, Genişletilmiş 2. Baskı, 1997.

¹⁶⁴ Özalp, a.g.e., s. 28.

arasındaki ilişkide belirleyici rol oynamaktadır. Bu itibarla forward kurları yaklaşık olarak aşağıdaki formül ile hesaplamak mümkündür¹⁶⁵.

$$\text{Forward kur} = \text{spot kur} * (1 + \text{ulusal para faizi} * \text{gün sayısı}/360) * (1 / (1 + (\text{yabancı ülke faizi} * \text{gün sayısı}/360)))$$

Bir para biriminin forward fiyatı, spot fiyatından daha düşük ise o para birimi değer kaybeder, forward fiyatı spot fiyatından yüksek ise o para birimi değer kazanır¹⁶⁶.

Spot fiyatın sözleşmede belirlenen fiyattan yüksek olması durumunda sözleşme sahibi prim olarak adlandırılan bir kazanç elde eder. Spot fiyatın sözleşme fiyatından düşük olması durumunda ise sözleşme sahibi zarar eder. Zarar iskonto olarak adlandırılır¹⁶⁷.

Forward fiyatlar prensip olarak 1, 3, 6 ve 12 aylık süreler için belirlenebildiği gibi pek yaygın olmamakla birlikte kırık vadeli işlemlere de rastlanabilmektedir¹⁶⁸.

Her türlü mal ve piyasa üzerine gerçekleştirilen forward sözleşmelerin yoğun olarak döviz ve faiz oranı gibi standart varlıklar üzerine gerçekleştiği ve forward işlemlerin finansal yapısı kuvvetli, alıcı ve satıcı tarafların birbirini tanıdığı kurumsal piyasalarda gerçekleştiği görülmektedir¹⁶⁹.

Faiz üzerinden yapılan forward sözleşmeler döviz üzerinden yapılan forward sözleşmelere göre daha gelişmiştir. İlk defa ABD’de uygulanan bu sözleşmede belirli miktardaki bir anapara önceden belirlenmiş bir faiz oranından önceden belirlenmiş ileri bir tarihte borç almak veya borç vermek amacıyla el değiştirmektedir. Bu durumda bu tür sözleşmelerin ana parametrelerini; anapara, sözleşmenin başlayacağı tarih, sözleşmenin

¹⁶⁵ Özalp, a.g.e., s. 28.

¹⁶⁶ Özalp, a.g.e., s. 29.

¹⁶⁷ Yalçın, a.g.e., s. 28.

¹⁶⁸ Özalp, a.g.e., s. 29.

¹⁶⁹ Yalçın, a.g.e., s. 27.

biteceği süre, sözleşme faiz oranı ve sözleşme vadesinde geçerli olan faiz oranlarıdır¹⁷⁰.

Forward işlemlerde amaç sözleşmeye konu olan malın olası fiyat dalgalanmalarından doğabilecek risklerden korunmak ve spekülasyon yapmaktır¹⁷¹. Örneğin, pamuk üreticisinin fiyatların düşeceğine ilişkin bir beklentisi varsa spot piyasada pamuğun ton fiyatının 5000 TL olmasına rağmen üç ayda teslim etmek koşuluyla pamuğun tonunu 4800 TL'den satmak üzere bir forward anlaşması yapmış olsun. Teslim tarihinde pamuğun spot fiyatı 4500 TL'ye düşmüş ise ton başına 300 TL kazançlı olacaktır. Teslim tarihinde pamuğun spot fiyatı 5300 TL olu ise 500 TL zarar edecektir. 4800 TL olması durumunda ise işlem maliyetlerinin ihmal edildiği varsayılırsa kazanç ya da zarar söz konusu değildir

Forward sözleşmeler, sözleşmeye konu olan finansal varlığa göre "emtia forward sözleşmeler", "döviz forward sözleşmeler" ve "faiz forward sözleşmeler" olarak üçe ayrılmaktadır.

2.3.1.1. Emtia Forward Sözleşmeler

"Emtia üzerine yapılan forward sözleşmeleri, sahibini taraflarca sözleşme tarihinde belirlenen bir malı, gelecekteki belirli bir tarihte sözleşme tarihinde belirlenen fiyattan almaya (ya da satmaya) mecbur tutan bir sözleşmedir". Sözleşmenin tarafları gelecekteki beklenmedik fiyat oynaklıklarından kendilerini korumak için bu işlemi gerçekleştirebilirler¹⁷².

2.3.1.2. Döviz Forward Sözleşmeleri

"Döviz forward sözleşmesi, sahibini taraflarca sözleşme tarihinde belirlenen bir döviz tutarını, gelecekteki belirli bir tarihte, belirli bir kurdan satın almaya (ya da satmaya) zorunlu tutan bir anlaşmadır". Döviz kurunun, sözleşmenin yapıldığı tarihte belirlenmesi sebebiyle vade bitimine kadar gerçekleşecek kur değişimleri sözleşmede önceden belirtilmiş olan kuru

¹⁷⁰ Özalp, a.g.e., s. 29.

¹⁷¹ Güven Sayılğan; **Finansal Piyasalar ve Finansman Yöntemleri**, Ankara, Turhan Kitabevi, 2004.

¹⁷² MEGEP (Mesleki Eğitim ve Öğretim Sisteminin Güçlendirilmesi Projesi), **Türev Piyasa Araçları**, Ankara, 2007, s. 38.

etkilemez, vade sonunda gerçekleşen alım satım işleminde aslolan önceden belirlenen kurdur¹⁷³.

Bu tür sözleşmelerde vade 30 gün ile 180 gün arasında değişmektedir.

2.3.1.3. Faiz Forward Sözleşmeleri

“Faiz forward sözleşmeleri, tarafların belirli bir süre için anapara tutarı üzerine uygulanacak olan garanti edilmiş bir faiz oranını sağlayan sözleşmelerdir. Forward faiz sözleşmelerinde anapara varsayımsal olup taraflar arasında el değiştirmemekte, sadece faiz hesaplanmasında kullanılmaktadır.” Forward faiz sözleşmeleri de diğer forward sözleşmeler gibi yatırımcılar için gelecekte faiz oranlarında meydana gelebilecek oynaklıkların getireceği riskleri ortadan kaldırmak için gerçekleştirilmektedir¹⁷⁴.

Forward faiz sözleşmelerinde vade sonunda sözleşmede belirlenmiş olan faiz oranı ile spot faiz oranı karşılaştırılarak işlemi gerçekleştiren taraflar arasında kâr-zarar aktarımı gerçekleştirilir¹⁷⁵.

Bu sözleşmelerde alıcı taraf genelde bir süre sonra kredi almayı planlayan fakat bu süre zarfında kredi faiz oranlarının yükseleceğinden korkan yatırımcılardır. Sözleşmenin satıcı tarafları ise bir süre sonra faiz geliri elde etmeyi beklediği için faiz oranlarının düşmesinden endişe eden yatırımcılardır. Spot piyasa faiz oranının forward faiz oranından büyük olması durumunda sözleşme satan, küçük olması durumunda ise sözleşme alan, karşı tarafa telafi ödemesi yapmaktadır¹⁷⁶.

Forward sözleşmelerinde kredi riski ile karşı karşıya kalınabilir. Tarafların kredi riski ile karşılaşmaması için forward piyasalarda işlem yapacakların önceden tanımlanması gerekmektedir. Belirli bir kredi limitine

¹⁷³ MEGEP (Mesleki Eğitim ve Öğretim Sisteminin Güçlendirilmesi Projesi), **Türev Piyasa Araçları**, Ankara, 2007, s. 38.

¹⁷⁴ MEGEP (Mesleki Eğitim ve Öğretim Sisteminin Güçlendirilmesi Projesi), **Türev Piyasa Araçları**, Ankara, 2007, s. 39.

¹⁷⁵ Daniyar Muratov, “Vadeli İşlem Piyasaları ve Rusya Uygulaması”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Ankara, 2008, s. 26.

¹⁷⁶ MEGEP (Mesleki Eğitim ve Öğretim Sisteminin Güçlendirilmesi Projesi), **Türev Piyasa Araçları**, Ankara, 2007, s. 39.

sahip olan kişi, kurum, kuruluş ve hükümetlerin forward sözleşmeleri kullanabilmeleri nedeniyle forward piyasalar bu kredi limitine sahip olmayan küçük işletmeler için uygun değildir¹⁷⁷.

2.3.2. Future Piyasalar

Futures sözleşmeleri, ilk olarak 19. yüzyılın ortalarında piyasada oluşacak buğday fazlalığının, fiyatlarda aşırı dalgalanmaya neden olmasını önlemek amacıyla Amerika'da imzalanmıştır. Ortaya çıktığı ilk zamanlarda buğday, mısır, soya fasülyesi gibi tarım ürünleriyle sınırlanan futures sözleşmeler sonraki zamanlarda çeşitlenmiş ve altın, petrol gibi doğal kaynaklar da futures sözleşmelerin dayanak varlıkları olmuşlardır. 1970 yılına kadar finansal piyasalarda future sözleşmelere rastlanmazken bu tarihten itibaren future piyasalar gittikçe gelişmiş ve işlem hacimleri yılda 30 trilyon doların üstüne çıkmıştır¹⁷⁸.

Future piyasaların işleyiş mekanizması forward piyasalar ile aynıdır. Forward piyasalarda taraflar arasında ortaya çıkacak olan güven eksikliği future piyasalarda üçüncü bir borsa aracılığıyla giderilmektedir. Future piyasaları bu borsa düzenlemekte, future sözleşmeler bu borsada alınıp satılmakta ve bu piyasalarda alıcı ve satıcılar birbirini tanımamaktadır. Çok basit tanımıyla future piyasalara, forward piyasaların organize borsalardaki yansıması demek mümkündür¹⁷⁹.

Future piyasalarda alım satım konuma olan malın ya da menkul kıymetin teslimi ve kalitesi ile ilgili tüm taahhütler borsanın garantisi altındadır. Forward piyasaların aksine bu piyasaların belirli bir yeri, işlem saati, malların veya menkul kıymetlerin teslim kuralları gibi standartları vardır. Bu standartlar esnekliği kısmen azaltsa da işlemlerdeki hız ve kolaylığı artırmaktadır. Fiyatlama hususunda da forward piyasalardaki işlemler ile

¹⁷⁷ Ramazan Öznacar, "Vadeli İşlemlerin Para Piyasalarına Etkileri", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul, 2006, s. 17.

¹⁷⁸ Futures (Gelecek) Sözleşmeleri, (Erişim) <http://www.genbilim.com/content/view/1401/89/>, 22Temmuz 2010.

¹⁷⁹ Özalp, a.g.e., s. 30.

future piyasalardaki işlemler arasında farklar vardır. Forward sözleşmelerde fiyat iki taraf arasındaki pazarlık ile belirlenirken, future piyasalarda alıcı ve satıcılar emirlerini borsaya bildirmekte ve denge fiyatı bu emirlere göre piyasada belirlenmektedir. Fiyatlar gün içinde gelen alım ve satım emirlerine, yani arz ve talebe göre değişebilmektedir¹⁸⁰.

Future borsalarında işlemler, işlem yapma yetkisi olan borsa üyeleri tarafından gerçekleştirilir.

Future piyasalarda işlem yapacak tarafların, işlemler sırasında meydana gelebilecek aksaklıklardan doğacak zararlardan korunmaları için bazı yükümlülükleri yerine getirmeleri gerekmektedir. Bunlardan biri de tarafların aracı kuruma yatıracakları başlangıç teminatıdır¹⁸¹.

Futures sözleşmelerde taraflar alıcı ve satıcıdır. Genelde satıcı taraf kısa pozisyon sahibi, alıcı taraf ise uzun pozisyon sahibi olarak bilinir¹⁸².

Futures sözleşmelerde alıcı taraf için satıcı tarafın, satıcı taraf için alıcı tarafın takas merkezi olması nedeniyle taraflar birbirini tanımazlar. Takas merkezi uygulaması future piyasalarda yatırımcılara güven verir¹⁸³.

Futures piyasalarının korunmak isteyen işletmeci, spekülâtör ve arbitrajcı olmak üzere üç tür katılımcısı bulunmaktadır. Piyasanın oluşmasının temel amacı riskten korunmak isteyen işletmelerin bu korunmasını sağlayacak mekanizmaları oluşturmaktır. Bunun dışında piyasada işlem gören spekülâtörlerin (yatırımcı) temel amacı ise piyasada oluşacak arz ve talep sonucu fiyat dalgalanmalarından yararlanarak kâr elde etmektir. Arbitrajcılar ise spot ve türev piyasalar arasındaki fiyat ilişkisinden yararlanarak eş anlı olarak fiyatların düşük olduğu piyasada alım ve fiyatların yüksek olduğu piyasada satım yaparak kâr elde etme amacı güderler¹⁸⁴.

Future piyasalarda bir future sözleşmenin satışını yapabilmek için sözleşmenin dayanak varlığına sahip olunması gerekmemektedir. Bu

¹⁸⁰ Özalp, a.g.e., s. 30.

¹⁸¹ Nurgül Chambers; **Türev Piyasalar**, İstanbul, Beta Basım, 2. Baskı, 2007, s.7

¹⁸² Chambers, a.g.e., s. 7.

¹⁸³ Hakan Cemal Erkut, "Vadeli İşlemler Piyasası ve Türkiye'de Gelişim Süreci", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Ankara, 2008, s. 23.

¹⁸⁴ Özalp, a.g.e., s. 29.

sebeple dünya genelinde future sözleşmelerin sayısı, alım satıma konu olan finansal varlık sayısından fazladır¹⁸⁵.

Future piyasalarda ihracat ve ithalatçılar döviz kuru riskine karşı, bankalar ve diğer finansal kuruluşlar ise faiz riskine karşı koruma amaçlı işlem yaparlar¹⁸⁶.

Future piyasaların, forward işlemlerinin yarattığı güven eksikliğini gidermesinin yanında gelecekle ilgili fiyatları tahmin edebilme gibi ikinci bir işlevi daha mevcuttur. Future sözleşmesine konu olan varlığın fiyatı düşünce sözleşme satılmakta, yükselmeye başlayınca da sözleşme satın alınmaktadır. Bu şekilde bir varlığın fiyatının belirlenmiş olması piyasa katılımcılarının geleceğe yönelik yatırım kararı almalarını da kolaylaştırmaktadır¹⁸⁷.

Future sözleşmelerde, sözleşmeye konu olan varlığın teslim koşulları ve teslim tarihi önceden belirlenir. Sözleşmeye konu olan varlıklar için belirli bir standart oluşturan ve piyasayı neyin satışa konu edildiği, neyin alındığı ile ilgili bilgilendiren bu kurallar future ticaretini teşvik edici rol oynamaktadırlar¹⁸⁸.

Mal piyasalarında future fiyatlar genellikle spot fiyatlardan daha yüksek belirlenmektedir. Bu durum, malın ileri bir tarihe taşınmasının getireceği maliyetten kaynaklanmaktadır. Ancak zaman zaman future piyasa fiyatları spot piyasa fiyatlarından daha düşük olabilmektedir. Bu tip durumlar genelde malın arzında bir kıtlık olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Inverted markets (ters piyasalar) denilen bu durumda ne riskten korunma ne de arbitraj imkanı mümkün olmaktadır¹⁸⁹.

Future sözleşmeler kauçuk, pamuk, kakao, bakır gibi fiziksel varlıklar üzerine yazılabildikleri gibi devlet tahvili, hazine bonosu, hisse senetleri,

¹⁸⁵Chambers, a.g.e., s. 7.

¹⁸⁶Özalp, a.g.e., s. 30.

¹⁸⁷Özalp, a.g.e., s. 31.

¹⁸⁸Öznacar, a.g.e., s. 19.

¹⁸⁹Özalp, a.g.e., s. 32.

tahviller, banka sertifikaları gibi finansal varlıklar üzerine de düzenlenebilirler¹⁹⁰.

Günümüzde futures sözleşmeler esas olarak dört ana grup mal üstüne yapılmaktadır. Bunlar emtia, döviz, faiz oranı ve borsa endeksi üzerine yapılan sözleşmelerdir.

2.3.2.1. Emtia Futures Sözleşmeleri

Emtia futures sözleşmeleri; “bir satıcının belirli bir ürünü belirli kalite, miktar ve fiyattan belirli bir yerde ve anlaşılan bir tarihte teslim etme yükümlülüğü” olarak tanımlanmaktadır. Yatırımcıları üretim riskinden ve ürünün fiyatında meydana gelebilecek olumsuz değişikliklerden koruyan emtia futures sözleşmeleri çoğunlukla ithalat ve ihracatçılar tarafından tercih edilmektedir¹⁹¹.

Emtia futures sözleşmeleri taraflara olası fiyat değişikliklerine karşı korunma sağlarlar. Ayrıca söz konusu sözleşmeler ile yatırımcılar “üretimde sürekli gelişme sağlanması, verimliliğin artması, tarımsal ürünlerde kendi kendine yeterliliğin sağlanması ve dinamik bir yapının oluşması, uluslararası kalitenin yakalanması, çok sayıda alıcı ve satıcının serbest rekabet şartları altında işlem yapması nedeni ile gerçek rayiç bedellerinin tespit edilmesi, ters yönlü işlemler ile pozisyonun kapatılabilmesi, küçük teminatlar ile büyük satışların ve alımların yapılabilmesi, teminatlar ile tarafların tam güvencede olması, üretici, ihracatçı, alıcı ve satıcının stoklama maliyetlerinin en aza indirilmesi ve piyasaya likidite sağlanması” gibi avantajlar da elde ederler¹⁹².

¹⁹⁰ Chambers, a.g.e., s.7.

¹⁹¹ Yalçın, a.g.e., s. 47.

¹⁹² İzmir Ticaret Borsası, **Vadeli İşlem Piyasaları İçin Temel Rehber**, 2000.

2.3.2.2. Döviz Futures Sözleşmeleri

Döviz futures sözleşmeleri, sabit miktarlardaki dövizlerin, ileri bir tarihte anlaşmaya varılan bir fiyattan teslimini öngören döviz alış veya satış sözleşmelerini içerir¹⁹³.

Döviz vadeli sözleşmeleri kişi ya da işletmeleri, mali zarara yol açan döviz kuru riskine karşı korur¹⁹⁴.

Sözleşmelerin özelliklerinin standart olarak işlemleri gerçekleştiren borsalarca belirlenmesi nedeniyle alıcı ve satıcı tarafların sözleşmenin fiyatında mütabakata varması yeterlidir. Vade bitiminde fiziki teslimat gerçekleşebileceği gibi ülkelerin yerel para birimleri cinsinden de nakit uzlaşma sağlanabilir¹⁹⁵.

Futures işlemlerin ithalat, ihracat ve dış yatırımcılar için fazla kullanışlı işlemler olmadığı söylenebilir. Bunun nedeni future sözleşmelerin istenen miktar ve istenen süre için gerçekleştirilememeleridir. Ancak future piyasalar standart özellikleriyle spekülörler için cazip piyasalardır¹⁹⁶.

2.3.2.3. Faiz Futures Sözleşmeleri

“Faiz futures sözleşmeleri, faiz gelirlerinin önceden belirlenmiş ileri bir tarihte ve yine önceden belirlenmiş ileri bir faiz oranı üzerinden değiştirilmesi esasına dayanmaktadır”¹⁹⁷.

Faiz futurez sözleşmeleri vade süresince belli zamanlarda faiz ödemesi yapılmasını, vade sonunda da anaparanın geri ödenmesini gerektiren sabit- getirili borçlanma senetleri üzerine düzenlenirler. Vadelerine göre kısa (bir yıldan daha az vadeli) ve uzun vadeli (bir yıldan daha çok vadeli) olarak ikiye ayrılan borçlanma senetlerine örnek olarak hazine bonoları ve devlet tahvilleri verilebilir¹⁹⁸.

¹⁹³ Futures- Options, (Erişim) <http://www.genbilim.com/content/view/1400/97/> , 22 Temmuz 2010.

¹⁹⁴ Yalçın, a.g.e., s. 45.

¹⁹⁵ Muratov, a.g.e., s. 34.

¹⁹⁶ Futures- Options, (Erişim) <http://www.genbilim.com/content/view/1400/97/> , 22 Temmuz 2010.

¹⁹⁷ Ali Ceylan; **Finansal Teknikler**, Bursa, Ekin Kitabevi, 5. Baskı, 2003.

¹⁹⁸ Muratov, a.g.e., s. 34.

2.3.2.4. Endeks Futures Sözleşmeleri

Yatırımcıyı, hisse senedi portföyünün sistematik riski olan betanın değişiminden kaynaklanacak riske karşı koruyan endeks futures sözleşmeleri hisse senedi portföyünün gelecekte belirli bir tarihte fiyatı belirlenmesi şartıyla alınıp satılmasını içerir. Çeşitli uluslararası endeksler üzerine yazılan endeks futures sözleşmelerinde endeksin parasal değeri, endeks ile endeks çarpanının çarpılmasıyla hesaplanmaktadır. Bu formüldeki endeks çarpanı, futures sözleşmenin işlem gördüğü borsa tarafından belirlenir¹⁹⁹.

Endeks futures sözleşmelerin teorik fiyatı, sözleşme konusu ürünün spot piyasa fiyatı, faiz oranı ve temettü miktarı değişiminden etkilenir. Sözleşme fiyatı, ürünün spot piyasa fiyatı ve faiz oranı arttıkça yükselirken, temettü miktarı artışı fiyatı düşürmektedir²⁰⁰.

2.3.3. Swap Piyasalar

Swap piyasalarında, kuruluşlara farklı piyasalar arasında arbitraj yapma imkânı veren, alıcı ve satıcı tarafın önceden belirlenen fiyat ve koşullara göre karşılıklı değiştirildiği vadeli işlemler işlem görmektedir. Çoğunlukla bir spot ve bir vadeli işlemin aynı anda yapılması ile gerçekleşen swap sözleşmelerinde farklı iki ayrı vadeli işlem de söz konusu olabilmektedir²⁰¹.

Swap işlemleri gerçekleştirildikleri anda işlemeye başlar, “nakit değişimini hükme bağlayan sözleşme ise, taraflarca daha sonra imzalanmaktadır”²⁰².

Finans piyasalarında genellikle faiz swap sözleşmeleri ile para (döviz) swap sözleşmeleri işlem görmektedir. Faiz swapları özellikle bankalar arasında 1980’li yıllardan itibaren yaygın olarak yapılmaktadır. Bu işlemlerde faiz oranı riski ile karşı karşıya olan iki taraf önceden belirlenmiş tarihlerde, belirli aralıklarla belli nakit akımlarını birbiriyle değiştirmekte böylece

¹⁹⁹ Muratov, a.g.e., s. 38.

²⁰⁰ Yalçın, a.g.e., s. 47.

²⁰¹ Özalp, a.g.e., s. 37.

²⁰² Yalçın, a.g.e., s. 35.

bilançolarını daha az riskle dengeye oturtmaktadırlar. Bu tür işlemlerde genellikle sabit faizli bir enstrüman ile değişken faizli bir enstrüman taraflar arasında el değiştirmektedir²⁰³.

Swap işlemlerinin diğer yaygın şekli olan döviz swap işlemleri bir spot ve bir forward işlemin veya farklı vadelerdeki iki forward işlemin yapılması ile oluşmaktadır. Başlangıç aşamasında bir spot döviz işlemi yapılırken vadenin bitiş tarihinde de bir forward işlem yapılmaktadır. Diğer bir ifadeyle döviz swap işlemlerinde iki ayrı tarih itibarıyla bir paranın diğer bir para ile değiştirilmesi söz konusudur²⁰⁴.

Döviz swapları piyasalarının arkasında yatan temel teori “rekabetçi avantaj” teorisidir. Bu teorinin dayandığı mantık işletmelerin veya ülkelerin gerçekte borçlandıkları döviz cinsi ile idealde borçlanmak istedikleri döviz cinsinin aynı olmamasıdır. Böyle bir durumda işletmelerin veya ülkelerin yapacağı en ideal işlem en iyi tanındıkları piyasadan borçlanmak ve daha sonra döviz swapı yoluyla borçlarını istedikleri para cinsine çevirmektir. Vade tarihinde döviz kurlarında oluşabilecek büyük farklılıklar nedeniyle döviz swapları, taraflar için faiz swapları ve forward sözleşmelerinden daha riskli olabilmektedir²⁰⁵.

Zaman zaman ülkelerin ödeme bilançolarında geçici nedenlerle açıklar oluşabilmektedir. Swap işlemler, bu açıkları finanse ederken ülkelere yardımcı olmaktadır. Spekülatörlerin ülkenin yerel parasının değer kaybettiği dönemlerde sağlam dövizlere yönelmesi ülkelere zarar vermektedir. Swap anlaşmalar bu durumlarda devreye girerek ülkelere, sağlam paralı ülkelerin paralarını elde etme imkânı sağlar. Merkez bankaları da bu dövizler aracılığıyla döviz piyasasına müdahale edebilmektedir²⁰⁶.

Swap sözleşmeler, “emtia swap sözleşmeler”, “döviz swap sözleşmeler” ve “faiz swap sözleşmeler” olarak üç başlık altında incelenebilir.

²⁰³ Özalp, a.g.e., s. 38.

²⁰⁴ Özalp, a.g.e., s. 38.

²⁰⁵ Özalp, a.g.e., s. 38.

²⁰⁶ Swap Nedir? Swap Piyasalar, (Erişim) <http://www.veribaz.com/viewdoc.html?swap-nedir-swap-piyasalar-361519.html> , 23 Temmuz 2010.

2.3.3.1. Emtia Swap Sözleşmeleri

Emtia (mal) swap sözleşmeleri, alıcı ve satıcı taraflar arasında belirli miktar ve kalitedeki bir malın sabit ve değişken fiyatlarını belirli bir zaman sürecinde değiştirilmesini içeren anlaşmalardır²⁰⁷.

“Emtia sözleşmelerinde üretici, düzenleyici bankaya birim mal başına bir endekse dayalı değişken fiyat ödemeyi kabul etmektedir”. Bu sayede üretici, satıcı ve kullanıcılar emtia borsalarında fiyat oynaklığına karşı korunurlar²⁰⁸.

Emtia swap işlemlerinde tüketiciler değişken karşılığı sabit fiyat ödemektedir. Spot piyasada fiyatların yükselmesi durumunda bankaların aradaki farkı kendilerine ödemesi nedeniyle swap sözleşmeler tüketici için avantajlı hale gelmektedir. Spot piyasada fiyatların düşmesi durumunda ise tüketici herhangi bir kazanç sağlamaz²⁰⁹.

2.3.3.2. Döviz Swap Sözleşmeleri

“İki taraf arasında düzenlenen, farklı para birimi cinsinden ifade edilen faiz yükümlülüklerinin veya gelirlerinin değiştirilmesini konu alan yasal sözleşmelerdir”²¹⁰.

“Döviz swap sözleşmelerinin sabit faiz ayağı istenilen bir para birimi cinsinden belirlenebilirken, değişken faiz ayağı genellikle ABD doları cinsinden olmaktadır. İki para birimi arasındaki çapraz kur, sözleşme düzenlenirken taraflarca belirlenir”²¹¹.

²⁰⁷ Yalçın, a.g.e., s. 39.

²⁰⁸ Yalçın, a.g.e., s. 39.

²⁰⁹ İbrahim Yaşar Gök, “Vadeli Piyasalarda Samuelson Hipotezinin Geçerliliğinin Garch ve Lineer Regrasyon Modelleriyle Test Edilmesi: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nda Bir Uygulama”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Isparta, 2009, s. 69.

²¹⁰ Dönmez, Başaran, Doğru, Uğur, Kartallı, Ugan, a.g.e., s.169.

²¹¹ Dönmez, Başaran, Doğru, Uğur, Kartallı, Ugan, a.g.e., s.169.

2.3.3.3. Faiz Swap Sözleşmeleri

“Faiz swap sözleşmeleri tarafların belirli bir süre zarfında faiz ödemelerini veya faiz gelirlerini birbirleriyle değiştirdikleri türev işlemlerdir. Faiz ödemelerinin el değiştirdiği sözleşmelere borç takası, faiz gelirlerinin el değiştirdiği sözleşmelere de varlık takası adı verilmektedir”²¹².

Faiz swapları işlem hacmi büyüklüğüne göre en önemli swap türlerindendir. “Faiz oranı swapında taraflardan biri sabit faizle diğeri değişken faizle borçlanır ve daha sonra bu faiz ödemelerini birbirleriyle değiştirirler”²¹³.

Faiz swap sözleşmelerinin kullanılmasının temel nedenlerinden biri faiz borç yapısını değiştirerek yani değişken faiz ödemeli borcu sabit faizli borca çevirerek ya da tersini uygulayarak, yüksek faiz ödemekten kurtulmaktır²¹⁴.

2.3.4. Opsiyonlar

“Opsiyonlar, belirli bir değer üzerinde belirli bir tarihten önce belli miktardaki bir malı, fiyatını bugünden sabitlemek koşulu ile bu ürünü ileri bir vadede alma ya da satma hakkını belli bir prim karşılığında opsiyonu satın alan kişiye veren ancak zorunlu tutmayan buna karşı opsiyon satıcısını, alıcı tarafından talep edilmesi halinde satmaya zorunlu tutan sözleşmelerdir”²¹⁵.

Türev ürün araçlarından en karmaşık olanı opsiyonlardır. Future, forward veya swap sözleşmelerinde taraflar sözleşmedeki esaslar çerçevesine bir yükümlülük altına girerken opsiyon sözleşmelerinde böyle bir yükümlülük bulunmamaktadır. Opsiyon sözleşmelerinde alıcıya, sözleşme

²¹² Yalçın, a.g.e., s. 36.

²¹³ Faiz Swapı, (Erişim) <http://finans.ekibi.net/forum/archive/index.php/thread-841.html>, 23 Temmuz 2010.

²¹⁴ Yalçın Karatepe, **Türev Piyasaları (Futures-Opsiyon- Swap)**, A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını, 2000, s. 150.

²¹⁵ İstanbul Ticaret Odası; **Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsaları**, İstanbul, Can Ajans, 2006, s. 95.

konusu varlığı belirli bir fiyattan alma veya satıcıya belli bir fiyattan satma hakkı tanınmaktadır²¹⁶.

Döviz kurları, faiz oranları, hisse senetleri, borsa endeks değerleri, hazine bonoları ve emtialar opsiyon sözleşmelerinin dayanak varlıkları olabilir. Opsiyon sözleşmeleri ilk olarak varlıkların kendileri daha sonra da varlıklar için yazılmış olan future sözleşmeler üzerine yazılmıştır²¹⁷.

Alım (call option) ve satım hakkı (put option) opsiyonu olmak üzere iki çeşit opsiyon vardır. Piyasada spekülâtörler, opsiyon sözleşmesinin dayanak varlığının fiyatının düşmesi beklentisindeler ise satım hakkı, fiyatların yükselmesi beklentisindelerse alım hakkı satın alırlar. Riskten korunmak isteyen yatırımcılar ise spot piyasada tuttıkları pozisyonun tersi bir pozisyon satın alırlar²¹⁸.

Bir üretici, ileri bir tarihte satılmak üzere depoda bekleyen malının spot piyasada fiyatının düşmesi riskinden malı satacağı vadede satım opsiyonu olarak korunabilir. Böyle bir durumda, eğer üreticinin depodaki malının ileri bir tarihteki spot fiyatı düşerse daha yüksek fiyattan satın aldığı satım hakkı opsiyonunu kullanarak kâr edeceğinden fiyat riskine karşı korunmuş olacaktır. İleri tarihteki spot fiyatların yükselmesi durumunda ise elinde tuttuğu malın değeri artacağından kâr elde edecek, ancak bu durumda satım hakkı opsiyonunu kullanmadığı için sadece yatırdığı prim kadar zarar edecektir. Kredi kullanan bir şirket, kredi faiz oranında ve kredi geri ödeme süreciyle aynı vadede bir call opsiyonu satın alarak kredi maliyetini sınırlayabilir²¹⁹.

Opsiyon sözleşmeleri sadece vade bitiminde kullanılabileceği gibi (Avrupa tipi), vadeye kadar herhangi bir zaman içinde de kullanılabilir (Amerika tipi).

Opsiyona konu olan varlığın spot piyasa fiyatı, sözleşmenin gerçekleşeceği fiyat, vadeye kalan süre, faiz oranları ve opsiyona konu olan varlığın fiyatındaki değişiklik faktörleri opsiyon fiyatlarını etkilemektedir.

²¹⁶ Özalp, a.g.e., s. 40.

²¹⁷ Özalp, a.g.e., s. 40.

²¹⁸ Özalp, a.g.e., s. 40.

²¹⁹ Özalp, a.g.e., s. 40.

Spekülatörler açısından fiyat tahmininin önem taşıması nedeniyle opsiyon satın alırken, opsiyonun elde tutulacağı süre içerisinde opsiyonun üzerine yazıldığı varlığın fiyatını doğru tahmin etmek gerekmektedir. Opsiyon piyasalarında satıcı tarafların genelde daha iyi bilgi kaynaklarına ulaşması sebebiyle satıcıların piyasada kâr etme olasılıkları daha fazladır²²⁰.

2.3.4.1. Döviz Opsiyonları

“Bu opsiyon alıcısına belirli bir fiyat üzerinden, belirli tutardaki yabancı paranın belirlenen tarihte alım veya satım hakkını veren opsiyon türüdür”²²¹.

Döviz opsiyon sözleşmelerinin dayanak varlıkları yabancı para birimleridir. Sözleşmenin alıcı tarafı sözleşmede belirtilen döviz önceden belirlenen bir fiyat üzerinden vade bitiminde alım ya da satım hakkına sahiptir. Söz konusu sözleşmelerin kullanım amacı döviz kuru riskini azaltmak ya da fiyat hareketliliğini avantaja dönüştürerek kazanç elde etmektir. Ayrıca döviz opsiyonları, döviz kurundaki değişimden yararlanmak isteyen spekülatörleri de kendilerine çekmektedir²²².

2.3.4.2. Faiz Opsiyonları

“Faiz opsiyonları sahibine herhangi bir tarihten itibaren belli süre içinde belirli bir faiz üzerinden borçlanma ya da borç verme hakkını veren opsiyonlardır”²²³.

“Faiz opsiyonları yüklü miktarda borç alış veriğinde bulunan kurumlar tarafından veya faiz enstrümanlarını yatırım aracı olarak kullanan finansal kuruluşlar tarafından çok sıklıkla kullanılan risk yönetimi enstrümanlarıdır”. Faiz gelirleri sabit fakat borçlanma maliyetleri değişken olan işletmeler faiz yükselmesi riskinden korunmak için faiz opsiyonlarından yararlanabilirler²²⁴.

²²⁰ Özalp, a.g.e., s. 42-43.

²²¹ Chambers, a.g.e., s.86.

²²² İstanbul Ticaret Odası; **Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsaları**, İstanbul, Can Ajans, 2006, s. 103.

²²³ Chambers, a.g.e., s.87.

²²⁴ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A. Ş. , **Türev Araçlar Lisanslama Rehberi**, Mart, 2006, s. 342

2.3.4.3. Endeks Opsiyonları

Endeks opsiyonları alıcısına belirli bir borsa endeksini belirli bir fiyattan satın alma ya da satma olanağı vermektedir²²⁵. Endeks opsiyonlarının temel özelliği fiziki teslimat yerine nakit uzlaşma yönteminin kullanılmasıdır. Nakit uzlaşma yönteminin fiziki teslimata göre daha zahmetsiz olması nedeniyle hisse sendedi endeksine dayalı opsiyonlar, tek tek hisse senetleri üzerine yazılan opsiyonlardan daha çok tercih edilir²²⁶.

2.4. DÜNYADAKİ TÜREV ÜRÜN PİYASASI GÖRÜNÜMÜ

2.4.1. Kuzey Amerika

Dünyadaki türev ürün piyasalarının görünümünü incelediğimizde ABD'nin başlıca türev ürün borsaları olan CME, CBOT, NYSE, KCBOT ve CBOE ile en büyük hacme sahip olduğunu görürüz. Bu borsaların hacimce en büyüğü, tarım ürünlerinden, para vadeli ve opsiyon sözleşmelerine dek çok çeşitli ürünlerin işlem gördüğü CME'dir. Özellikle tahıl ürünleri ve finansal vadeli ürünlerle endeks vadeli sözleşmelerinin işlem gördüğü CBOT ise ABD'nin önemli borsaları arasında yer almaktadır. Pamuk ve yün vadeli işlemleri üzerine çalışan NYSE ise kendi alanında dünyada en önemli borsalar arasındadır. 140 civarında fona dayalı opsiyon sözleşmesinin işlem gördüğü CBOE ile ağırlıklı olarak tahıllar ve finansal ürünler üzerine işlem gerçekleştiren KCBOT, ABD'nin dünyanın toplam türev ürün hacminde büyük bir pay sahibi olmasında önemli rol oynamaktadır²²⁷.

²²⁵ Chambers, a.g.e., s.89.

²²⁶ Türev Piyasaları-Swap ve Options, (Erişim) www.baskent.edu.tr/~gurayk/intfinders8.doc , 23 Temmuz 2010.

²²⁷ Yalçın, a.g.e., s. 64.

2.4.2. Latin Amerika

Latin Amerika'daki ilk türev ürün borsası 1907 yılında Arjantin'de kurulan ve tarım ürünlerine dayalı vadeli işlemler gerçekleştiren MATBA'dır. MATBA'nın açılışını takiben 1909 yılında türev ürünler üzerine işlemlerin gerçekleştirildiği bir diğer borsa ROFEX hizmete açılmıştır. Arjantin'de tarım ürünlerine dayalı işlemlerin gerçekleştirildiği bu borsalara ek olarak döviz, hisse senetleri endeksine ve faize dayalı vadeli sözleşmeler ile endeks opsiyon sözleşmelerinin işlem gördüğü borsalarda açılmıştır²²⁸.

Brezilya'da ise türev sözleşmelerin ilk gerçekleştirildiği borsa 1917 yılında kurulan BMSP' dir. Yurt içi emtia piyasasını geliştirmek amacıyla 1983 yılında kurulan BBF ve 1985 yılında hizmet vermeye başlayan BM&F, BM&F çatısı altında birleşmiş ve söz konusu borsa kısa zamanda MERCOSUR²²⁹,un en önemli emtia borsası haline gelmiştir. 1991 yılında ise BMSP bu borsanın yapısına katılmıştır²³⁰.

2.4.3. Avrupa

Dünyanın en eski vadeli işlem ve opsiyon borsalarına İngiltere, Fransa, Hollanda gibi Avrupa ülkelerinde rastlanmaktadır²³¹.

Vadeli işlem ve opsiyon piyasalarının çok gelişmiş olduğu İngiltere'de farklı dayanak varlıklar üzerine işlem gerçekleştiren bir çok vadeli işlem ve opsiyon borsası bulunmaktadır. Bu borsalardan biri de maden alanında dünyanın en büyük borsası kabul edilen LME'dir. İngiltere'de bulunan bir başka borsa ise faize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem gördüğü LIFFE'dir. LIFFE 1982 yılında kurulmuş ve 2002 yılında EURONEXT

²²⁸ Yalçın, a.g.e., s. 76-77.

²²⁹ MERCOSUR, Latin Amerika ülkeleri arasında kurulmuş olup, üyeleri Arjantin, Brezilya, Paraguay ve Uruguay' dır.

²³⁰ Yalçın, a.g.e., s. 76-77.

²³¹ Yalçın, a.g.e., s. 78.

ile birleşmiştir. Borsa Avrupa'nın en önemli borsaları arasında sayılmaktadır²³².

Doğu Avrupa'da işleme başlayan ilk vadeli işlem borsası ise BCE'dir. Tarım üzerine dayalı sözleşmelerin ağırlıklı olarak işlem gördüğü borsa 1989 yılında işlemlere başlamıştır. "1995 yılında açılan BET vadeli işlemler piyasasında ilk etapta hisse senedi endeksine, hazine bonosuna, ABD Doları ile Alman Markına dayalı vadeli sözleşmeler işlem görmekteyken daha sonra emtia, faiz oranı, dövizde dayalı vadeli sözleşmeler ve opsiyon sözleşmeleri de işlem görmeye başlanmıştır". BCE ile BET, 2005 yılında BET çatısı altında birleşmiştir²³³.

Rusya'da özellikle emtia üzerine birçok sözleşme çıkartılmıştır. Moskova Emtia Borsası'nda 1992 yılının sonlarına doğru işleme konan, alüminyum üzerine yazılan sözleşme, bu sözleşmelerden ilki ve en önemlisidir. Dövizde dayalı vadeli işlem enstrümanları sunan MICEX'e ek olarak SPCEX ve RTS türev bölümlerinin 2001 yılında bir araya getirilmesiyle oluşturulan FORTS da Rusya'da bulunan diğer borsalardır²³⁴.

Yunanistan'da ise 1997 yılında ADEX ve takas odası kurulmuştur. ADEX, 2002 yılında Atina menkul kıymetler borsası olan ASE ile Atina Borsası S.A adı altında birleşmiştir. Bu birleşmeden sonra türev enstrümanlar borsasının Türev Piyasalar biriminde ADEX adı altında işlem görmeye başlanmıştır²³⁵.

2.4.4. Asya-Pasifik

2008 yılının ilk altı aylık dönemine ait veriler incelendiğinde Asya-Pasifik'te türev işlemlerin, alım satımı gerçekleşmiş sözleşme sayısı bazında dünya vadeli işlem piyasalarında %24,3'lük bir paya sahip olduğu görülmektedir. Coğrafyanın gelişmekte olan ülkeleri ise küresel vadeli

²³² Yalçın, a.g.e., s. 65.

²³³ Yalçın, a.g.e., s. 79.

²³⁴ Yalçın, a.g.e., s. 79.

²³⁵ Yalçın, a.g.e., s. 80.

işlemler piyasasından %22'ye yakın pay almaktadır. Güney Kore, Çin ve Hindistan borsaları bu payın önemli bir kısmına sahiptir. “Asya – Pasifik bölgesinin dünya genelindeki pazar payının bu kadar yüksek olmasının sebebi KRX’te işlem gören KOSPI 200 endeksine dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleridir. Sadece Kore Vadeli İşlem Piyasaları’nın tek başına dünya genelinde sahip olduğu pay yaklaşık %14 seviyesindedir”²³⁶.

1990 yılında açılan Zhengzhou Toptan Hububat Borsası, Çin’de kurulmuş olan ilk borsadır. Çin’de çeşitli reformlarla, 40 civarında olan yerel borsalar 3 borsanın çatısı altında birleştirilmiştir. “Bunlardan en büyüğü olan SHFE 1999 yılında Shanghai Maden Borsası, Shanghai Tahıl ve Ham Petrol Borsası ve Shanghai Emtia Borsasının birleşmesiyle oluşturulmuştur. SHFE’de; bakır, alüminyum, kauçuk ve mazota dayalı olmak üzere dört çeşit vadeli işlem sözleşmesi bulunmaktadır”²³⁷.

1992 yılında kurulan NSE ise Hindistan’ın en büyük vadeli işlem borsasıdır. Borsanın vadeli işlemlerden sorumlu birimi 2000’li yılların başında işlemlere başlamıştır. Kısa sürede hızla gelişen borsanın, 2008 yılı Haziran ayı sonu itibarıyla alım satımı yapılmış sözleşme sayısı bazında dünya sıralamasında 8. sırada yer aldığı görülmektedir²³⁸.

2.5. VERİLERLE VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSALARI

Dünyadaki finansal sistemin işleyişine bakıldığında en büyük yoğunluğun döviz piyasasında olduğu görülmektedir²³⁹. Bank For International Settlement (BIS) verilerine göre 2004 yılı Nisan ayında 1,9 trilyon \$ olan işlem hacmi 2007 yılının Nisan ayına kadar geçen sürede

²³⁶ Yalçın, a.g.e., s. 81.

²³⁷ Yalçın, a.g.e., s. 82.

²³⁸ Yalçın, a.g.e., s. 83.

²³⁹ Rıza Aşıkoğlu, Cantürk Kayahan, “Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye’nin Türev Piyasa Görünümü”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 10, Sayı 2, 2008.

yüzde 69 oranında artarak 3,2 trilyon \$ seviyesine yükselmiştir²⁴⁰. Aynı dönemde forward kontratlardaki büyüme de 209 milyar \$'dan 362 milyar \$'a önemli bir sıçrama göstermiştir²⁴¹.

Tablo 1: Global Döviz Piyasaları Dönüş Hızı (Milyar \$)

	1998	2001	2004	2007
Spot İşlemler	568	387	631	1005
Forward İşlemler	128	131	209	362
Kur Swapları	734	656	954	1714
Raporlardaki Tahmini Boşluk	60	26	106	129
Toplam İşlem Hızı	1490	1200	1900	3210

Kaynak: BIS, 2007

Organize türev piyasaların kontrat miktarı bakımından dünyadaki dağılımı ise Tablo 2'de gösterilmiştir. Buna göre kontrat miktarı bakımından opsiyon kontratları daha fazla iken, 2006'dan 2007'ye geçişte artış hızı olarak opsiyonlar yüzde 24,9 oranında artarken future işlemler yüzde 31,9 ile daha etkili olmuştur. 2008'den 2009'a geçişte ise future kontrat miktarında azalma görülürken opsiyon kontrat miktarında artış gözlenmiştir²⁴².

Tablo 2: Organize Borsalarda Kontrat Bazında Global Türev İşlem Adedi

	2006	2007	2008	2009
Futures	5.294.073.171	7.217.729.477	8.317.699.090	8.179.106.145
Opsiyon	6.579.394.595	8.308.902.627	9.361.078.113	9.520.925.954
Toplam	11.873.467.766	15.526.632.104	17,678,777,203	17.700.032.099

Kaynak: FIA, 2010

²⁴⁰ Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2007, (Erişim) <http://www.bis.org/publ/rpfx07t.pdf>, s. 4., 14 Ağustos 2010.

²⁴¹ Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2007, (Erişim) <http://www.bis.org/publ/rpfx07t.pdf>, s. 4., 14 Ağustos 2010.

²⁴² 2009 Derivatives Exchange Volume Webinar March 18, 2010, (Erişim) http://www.futuresindustry.org/webinars/downloads/March_2010_Webinar_Materials_Part_1_-_Will_Acworth_FIA.pdf, 18 Temmuz 2010.

Toplam kontrat adetinin organize türev borsalardaki enstrümanlara göre adet bazında dağılımı ise Tablo 3 te yer almaktadır. Buna göre organize türev borsalarda genellikle endeks, özellikli hisse ve faize yönelik enstrümanlara dayalı kontratların ağırlıklı işlem gördüğünü söylemek mümkündür²⁴³.

Tablo 3: Organize Türev Borsalardaki Enstrümanlara Göre Dağılım (adet)

	2008	2009	Değişim (%)	Toplam içindeki pay (%)
Endeks	6.488.621.284	6.381.989.182	-1.6%	36.1%
Özellikli Hisse	5.511.194.380	5.554.015.554	0.8%	31.4%
Faiz Oranı	3.204.838.617	3.740.876.650	-23.0%	13.9%
Tarım	894.633.132	927.609.111	3.7%	5.2%
Enerji	580.952.996	655.931.442	12.9%	3.7%
Kur	597.481.714	984.484.525	64.8%	5.6%
Kıymetli metal	157.443.026	151.260.666	-3.9%	0.9%
Endüstri Metali	198.715.383	462.541.406	132.8%	2.6%
Diğer	44.896.671	114.436.271	154.9%	0.6%
Toplam	17.678.777.203	17.700.032.099	0.1%	100.0%

Kaynak: FIA, 2010

²⁴³ 2009 Derivatives Exchange Volume Webinar March 18, 2010, (Erişim) http://www.futuresindustry.org/webinars/downloads/March_2010_Webinar_Materials_Part_1_-_Will_Acworth_FIA.pdf, 18 Temmuz 2010.

Tablo 3 incelendiğinde 2009 yılında endeks, faiz oranı ve kıymetli metallere dayalı kontrat sayısının bir önceki yıla göre azaldığı ancak endüstri metalleri, kur ve diğer ürünlere dayalı kontratlar başta olmak üzere tarım ve enerjiye dayalı kontrat sayısında artış olduğu görülmektedir²⁴⁴.

Tablo 4: Dünyada Organize Türev Borsalarındaki Kontratların Bölgesel Dağılımı (ABD Doları)

	2008	2009	Değişim (%)	Toplam içindeki payı(%)
Asya Pasifik	5.000.857.132	6.206.052.917	24.1%	35.1%
Avrupa	4.167.116.664	3.802.208.645	-8.8%	21.5%
Kuzey Amerika	6.995.436.928	6.353.455.998	-9.2%	35.9%
Latin Amerika	854.405.219	1.020.822.690	19.5%	5.8%
Diğer	660.961.260	317.491.849	52.0%	1.8%
Toplam	17.678.777.203	17.700.032.099	0.1 %	100%

Kaynak: FIA, 2010

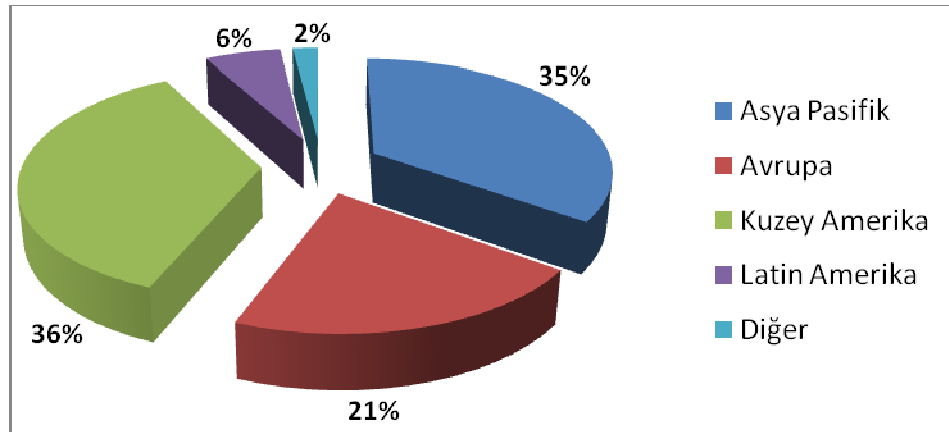
Tablo 4'te ise organize türev borsalarındaki kontratların 2008 ve 2009 yıllarındaki bölgesel dağılımı gösterilmektedir. Buna göre işlemlerin yüzde

²⁴⁴ 2009 Derivatives Exchange Volume Webinar March 18, 2010, (Erişim) http://www.futuresindustry.org/webinars/downloads/March_2010_Webinar_Materials_Part_1_-_Will_Acworth_FIA.pdf, 18 Temmuz 2010.

35,9 gibi büyük bir oranı Kuzey Amerika'da (ABD) yapıldığı bunu yüzde 35,1 ile Asya'nın ve yüzde 21,5 ile Avrupa'nın takip ettiği görülmektedir²⁴⁵.

Şekil 2'de organize borsalarda işlem gören türev ürünlerin dünyadaki bölgesel dağılımları gösterilmiştir.

Şekil 2: Organize Borsalardaki Türev Ürünlerin Bölgesel Dağılım Grafiği



Kaynak: FIA, 2010

Şekil 2' deki grafik incelendiğinde dünyada türev ürün pastasından en büyük payları Kuzey Amerika ve Asya-Pasifik ülkelerinin aldığı görülmektedir.

2.6. TÜRKİYE'DE TÜREV ÜRÜN PİYASALARININ TARİHÇESİ VE GELİŞİMİ

Türkiye'de türev ürünlerle ilgili ilk yasal düzenleme, forward üzerine gerçekleştirilmiştir. 29.12.1983 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan düzenlemede gerçek ve tüzel kişilerin vadeli döviz alım satımı, diğer bir

²⁴⁵ 2009 Derivatives Exchange Volume Webinar March 18, 2010, (Erişim) http://www.futuresindustry.org/webinars/downloads/March_2010_Webinar_Materials_Part_1_-_Will_Acworth_FIA.pdf, 18 Temmuz 2010.

deyişle forward işlemi yapabilecekleri belirtilmiş ve bu tarihten itibaren forward sözleşmeler en yaygın kullanılan türev ürünler haline gelmiştir²⁴⁶.

T.C Merkez Bankası ile ticari bankalar arasında swap işlemler ise 16 Temmuz 1985 tarihinde T.C. Merkez Bankası'nın aldığı bir kararla başlamıştır. Bu kararla Türkiye'de şube açmak suretiyle faaliyet gösteren yabancı bankalar, bazı kamu bankaları ve özel bankalar öncelikli olarak yurtdışından borçlandıkları dövizleri Türk Lirasına çevirmek amacıyla swap sözleşmelerine taraf olmaya başlamışlardır²⁴⁷.

T.C. Merkez Bankası'nın 27 Eylül 1985 tarihinde yayınladığı 1/J sayılı genelge ile Türkiye'de bankalar arası forward işlemlerine izin verilmiştir. Üç ay vade ile sınırlandırılan döviz swapı sözleşmeler de ilk kez bu dönemde ülkemizde kullanılmaya başlanmıştır²⁴⁸.

Ülkemizde genellikle bankaların risk yönetim aracı olarak kullandıkları swap sözleşmeleri dünyada kullanılan swap sözleşmelerinden amaç ve sözleşme vadesi açısından farklılık gösterir. Likitide ihtiyacının karşılanmasını sağlayan swap sözleşmeler, bankalara ellerinde bulunan parayı, kısa vadede ihtiyaçları olan dövize çevirme imkanı sunmaktadır²⁴⁹.

1989 yılında (Altıncı Beş Yıllık Kalkınma Planı döneminde) Sermaye Piyasası Kurulu'nda vadeli işlemlerin tanımlanması ve Türkiye'de özellikle emtia borsasının hazır olması nedeniyle emtiaya dayalı bir futures “vadeli işlemler” borsasının kurulması yolunda araştırmalar yapılmış ve raporlar hazırlanmıştır. “1991 yılında “Vadeli İşlemler Borsası” ile ilgili somut bir proje başlamıştır. Türk Sermaye Piyasaları'nın Modernizasyonu Projesi

²⁴⁶ Süleyman Yükçü, Tülay Yücel, “Bankacılıkta Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, Bugünkü Durum ve Yapılması Gerekenler”, **Türkiye Bankalar Birliği**, Yayın No: 191, İzmir, 1995, s. 58.

²⁴⁷ Öznalçin, a.g.e., s. 118.

²⁴⁸ Öznalçin, a.g.e., s. 118.

²⁴⁹ Öznalçin, a.g.e., s. 119.

uygulamasının alt projelerinden birini de “Vadeli İşlemler” piyasaları oluşturmaktadır”²⁵⁰.

Vadeli İşlem ve Opsiyon piyasalarının yasal dayanak kazanması yolundaki ilk somut adım, 13.05.1992 tarih ve 21227 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 3794 sayılı Kanun ile atılmıştır. Bu kanunun Sermaye Piyasası Kurulu’nun görev ve yetkilerini düzenleyen 22’nci maddesinin j bendinde; Sermaye Piyasası Kurulu “Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mal ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi ile münhasıran bu sözleşmelerin işlem göreceği borsalarda çalışacak kurumların kuruluş, faaliyet ilke ve esasları ile yükümlülüklerini düzenlemek, izlemek ve denetlemek” ile yetkili kılınmıştır ²⁵¹.

23 Temmuz 1995 tarih ve 22352 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik” ile yayınlanmıştır. Bu düzenlemenin ardından 18 Ekim 1996 tarih ve 22791 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği” ile İstanbul Altın Borsası’nda altın ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri alım satımına başlanmış, 29 Ocak 1997 tarih ve 22892 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren “İMKB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik” ve “İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik” ile de hisse senedi, faiz getirili menkul kıymetler, endeks ve diğer finansal göstergeler üzerine vadeli ve opsiyonlu işlemlerin yapılmasına ve takasına imkan tanınmıştır²⁵².

Bu yasal alt yapının ardından 1999 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunun 40. maddesinde 4487 sayılı Kanunla değişiklik yapılarak; “münhasıran ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, menkul kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem

²⁵⁰ Aksel Eyüboğlu, a.g.e, s. 104.

²⁵¹ Mustafa Kemal Yılmaz, **Hisse Senedi Opsiyonları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Uygulanabilirliği**. İstanbul, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1998, s. 184.

²⁵² SPK Düzenlemeleri, (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/spkyonetmelik.htm>, 13 Ağustos 2010.

opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçlardan oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği tüzel kişiliği haiz borsaların, Sermaye Piyasası Kurulu'nun teklifi ve ilgili Bakan'ın önerisi üzerine Bakanlar Kurulu'nun onayı ile kurulacağı" hüküm altına alınarak, ülkemizde türev piyasaların kurulabilmesi için gerekli yasal alt yapı oluşturulmuştur²⁵³.

²⁵³ SPK Düzenlemeleri, (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/spkyonetmelik.htm>, 13 Ağustos 2010.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI: VOB. A.Ş

Çalışmanın bu bölümünde 2005 yılında Türkiye’de faaliyete geçen Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş’nin tarihçesine ve kuruluş amacına yer verilerek, VOB’un ortaklık yapısına ve çalışma esaslarına değinilmiştir. Ayrıca VOB’da işlem gören ürün sözleşmeleri detaylı şekilde ele alınmış ve borsanın işleyişiyle ilgili bilgi verilmiştir. Son olarak ise Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nda gerçekleştiren türev işlemlerle ilgili veriler sunularak analiz edilmiştir²⁵⁴.

3.1. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI’NIN TARİHÇESİ²⁵⁵

Türkiye’de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nın kurulmasına yönelik hukuki süreç şu şekildedir:

- 23 Şubat 2001 tarih ve 24327 sayılı Resmi Gazete’de “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsaları’nın Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik” yayımlanmıştır.
- 19 Ekim 2001’de Bakanlar Kurulu Kararı ile VOB’un kurulmasına izin verilmiştir.
- 04 Temmuz 2002’de VOB, ticaret siciline tescil edilmiş, bu tescil 9 Temmuz 2002 tarihli Ticaret Sicil Gazetesinde yayınlanmıştır.
- 05 Mart 2004’te Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasına SPK tarafından faaliyet izni verilmiştir.

²⁵⁴ Bölümde yer alan bilgilere Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş’nin resmi web sitesinden ulaşılmıştır.

²⁵⁵ (Erişim) www.vob.org.tr, 28 Temmuz 2010.

- 27 Mart 2004'te VOB Borsa Yönetmeliği Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.
- 30 Kasım 2004'te VOB'da işlem gören sözleşmeler SPK tarafından onaylanmıştır.
- 26 Ocak 2005'te VOB üyelik ve işlem esasları ile vadeli işlem sözleşmelerine ilişkin genelgeler yürürlüğe girmiştir.
- 04 Şubat 2005'te VOB resmen faaliyete geçmiş ve VOB'da işlemler başlamıştır.

3.2. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NIN KURULUŞ AMACI²⁵⁶

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin kuruluş amacı ve faaliyet konusu, 4487 Sayılı Kanun'la değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak; vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçtan oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği piyasaları oluşturmak, geliştirmek, güven ve istikrar içerisinde, serbest rekabet koşulları altında, dürüstlük ve açıklık ilkeleri çerçevesinde faaliyette bulunmasını sağlamaktır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın, kurumların ve kişilerin risk yönetim ihtiyacını karşılamasına yardımcı olmanın yanında ekonominin daha sağlıklı işlemlerini ve gelecekteki risklerinden korunmalarına imkan sağlayacak sosyal ve iktisadi fonksiyonları bulunmaktadır. Bu kapsamda VOB diğer ticari kuruluşlardan ayrılmaktadır. VOB'un varlığını sürdürmesi için faaliyetlerinden kâr elde etmesi gerekse de tek amacı kâr elde etmek değildir.

VOB'un temel hedefi kuruluş amacına uygun olarak başarılı bir risk yönetim platformu oluşturmaktır. Bu kapsamda yatırımcıları koruyan, şeffaf, piyasa taleplerini optimum seviyede karşılayan ve uluslararası piyasalara entegre olmuş, dünya standartlarında bir borsa kurmak VOB'un temel misyonu olarak karşımıza çıkmaktadır.

²⁵⁶ (Erişim) www.vob.org.tr, 28 Temmuz 2010.

3.3. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NIN ORTAKLIK YAPISI

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası dünyadaki uygulamalara paralel olarak anonim şirket şeklinde yapılandırılmış ve 4 Temmuz 2002 tarihinde ticaret siciline tescil edilerek tüzel kişilik kazanmıştır. Borsanın sermayesi 6 Milyon TL olup 31 Ocak 2003 tarihi itibarıyla sermayesinin tamamı ödenmiştir. Kuruluşları esas olarak finansal kuruluşlardan oluşan ve 11 hissedarı bulunan borsanın ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir²⁵⁷.

Tablo 5:Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının Ortaklık Yapısı

Hissedarlar	Pay Oranı (%)
Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB)	25
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)	18
İzmir Ticaret Borsası (İTB)	17
Akbank T.A.Ş.	6
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	6
Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	6
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	6
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	6
Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği	6
İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.	3
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	1
TOPLAM	100

Kaynak: VOB, 2010

²⁵⁷ (Erişim) www.vob.org.tr, 28 Temmuz 2010.

3.4. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NDA İŞLEM GÖREN ÜRÜNLER²⁵⁸

VOB'da temel olarak döviz, endeks, faiz ve emtia olmak üzere dört grup ürün üzerine sözleşme yapılmaktadır. Döviz sözleşmeleri, ABD Doları ve Avro üzerine, endeks sözleşmeleri İMKB endeksleri üzerine yapılmaktadır. Borsanın kuruluşu ile birlikte İMKB 30 endeksi üzerine işlemler başlamış, daha sonra İMKB 100 endeksi de sözleşmeler arasına alınmıştır. Faiz sözleşmeleri ise, 91 ve 365 günlük DİBS ile gösterge niteliğindeki DİBS üzerine yapılmaktadır. Son olarak, emtia sözleşmeler altın, pamuk ve buğday üzerine yapılmaya başlanmıştır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda işlem görecekt sözleşmeler Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 30 Kasım 2004 tarihli toplantıda onaylanmış, Borsada işlem görecekt sözleşmeler ve sözleşme büyüklükleri aşağıdaki şekilde belirlenmiştir.

Tablo 6:Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda İşlem Gören Sözleşmeler

Sözleşmenin Adı	Sözleşmenin Büyüklüğü
Ege Standart 1 Baz Kalite Pamuk	1 Ton
Anadolu Kırmızı Sert Buğday	5 Ton
Türk Lirası / ABD Doları Döviz Kuru	1000 ABD Doları
Türk Lirası / Avro Döviz Kuru	1000 Avro
91 Gün Vadeli Hazine Bonosu Faizi Oranı	10 Bin
365 Gün Vadeli Hazine Bonosu Faizi Oranı	10 Bin
İMKB 100 Endeksi	Endeks değerinin 100.000 ile çarpılması ile bulunan değer
İMKB 30 Endeksi	Endeks değerinin 100.000 ile çarpılması ile bulunan değer

Kaynak: VOB,2010

²⁵⁸ (Erişim) www.vob.org.tr, 28 Temmuz 2010.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda işlem gören sözleşmelerin özellikleri ise dayanak varlık bazında aşağıda belirtilmiştir.

Tablo 7: VOB – İMKB 30 Vadeli İşlem Sözleşmesinin Özellikleri

Dayanak Varlık	İMKB–30 ulusal hisse senedi fiyat endeksinin hesaplama yöntemi kullanılarak bu endekse dahil olan şirketlerin hisse senedi fiyatlarından elde edilen değer
Sözleşme Büyüklüğü	İMKB–30 ulusal hisse senedi fiyat endeksinin 1.000'e bölünmesinden sonra 100 TL ile çarpılması sonucu bulunan değer (İMKB–30 Endeksi /1.000)*100 TL (örn. 29,425*100 = 2.942,5 TL)
Kotasyon Şekli	İMKB–30 Endeksi'nin 1.000'e bölünmüş değeri virgülden sonra üç basamak halinde kote edilir (örn. 29,525 veya 29,550).
Günlük Fiyat Hareket Sınırı	Baz fiyatın % +15'idir.
Minimum Fiyat Adımı	0,025 (25 endeks puanı) (Minimum Fiyat Adımı Değeri = 2,5 TL)
Vade Ayları	Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık (Aynı anda içinde bulunulan aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Bu üç vade ayından biri Aralık ayı değilse, Aralık vade ayı ayrıca işleme açılır.)
Sözleşmenin Vadesi	Her vade ayının son iş günü
Son İşlem Günü	Her vade ayının son iş günü
Uzlaşma Şekli	Nakdi uzlaşma
Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı	Son işlem günü Borsada seansın kapanmasından önceki 15 dakika içerisinde, İMKB'de gerçekleşen ve aralarında 30 saniyeden daha az süre olmaksızın rasgele seçilen 10 adet

	İMKB–30 ulusal hisse senedi fiyat endeksi değeri aritmetik ortalaması vadeli işlem sözleşmesinde vade sonu uzlaşma fiyatı olarak kullanılır. İMKB seansının Borsa seansından önce kapanması durumunda, yöntem aynı kalmak suretiyle hesaplamalar İMKB seansının son 15 dakikalık bölümünde gerçekleşen İMKB–30 ulusal hisse senedi fiyat endeksi değerleri esas alınarak yapılır.
Gün Sonu Uzlaşma Fiyatı	Günlük uzlaşma fiyatı, ilgili sözleşmede açık pozisyonların yeniden değerlemesinde esas alınan fiyattır. Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı şu şekilde hesaplanır: - Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir. - Eğer son 10 dakika içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınır. Seans sonunda yukarıda belirtilen yöntemlere göre günlük uzlaşma fiyatının hesaplanamaması veya bu şekilde hesaplanan uzlaşma fiyatının piyasayı yansıtmadığına Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından kanaat getirilmesi durumunda, aşağıda belirtilen yöntemler tek başına ya da birlikte kullanılarak günlük uzlaşma fiyatı tespit edilebilir. - Seans içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması, - Bir önceki günün uzlaşma fiyatı, - Seans sonundaki en iyi alış ve satış kotasyonlarının ortalaması, - Sözleşmenin vadesine kadar olan süre için geçerli olan ve Borsa tarafından belirlenen faiz oranı, dayanak varlığın spot fiyatı veya sözleşmenin diğer vade ayları

	için geçerli olan günlük uzlaşma fiyatı kullanılarak hesaplanacak “teorik” vadeli fiyatlar.
--	---

Kaynak: VOB, 2010

Tablo 8: VOB – İMKB 100 Vadeli İşlem Sözleşmesinin Özellikleri

Dayanak Varlık	İMKB–100 ulusal hisse senedi fiyat endeksinin hesaplama yöntemi kullanılarak bu endekse dahil olan şirketlerin hisse senedi fiyatlarından elde edilen değer
Sözleşme Büyüklüğü	İMKB–100 ulusal hisse senedi fiyat endeksinin 1.000'e bölünmesinden sonra 100 TL ile çarpılması sonucu bulunan değer (İMKB–100 Endeksi /1.000)*100 TL (örn. 31,325*100 = 3.132,5 TL)
Kotasyon Şekli	İMKB–100 Endeksi'nin 1.000'e bölünmüş değeri virgülden sonra üç basamak halinde kote edilir. (örn. 31,525 veya 31,550).
Günlük Fiyat Hareket Sınırı	Baz fiyatın % +15'idir.
Minimum Fiyat Adımı	0,025 (25 endeks puanı) (Minimum Fiyat Adımı Değeri = 2,5 TL)
Vade Ayları	Yılın tüm ayları (Aynı anda içinde bulunulan aya en yakın iki vade ayına ait sözleşmeler işlem görür.)
Sözleşmenin Vadesi	Her vade ayının son iş günü
Son İşlem Günü	Her vade ayının son iş günü
Uzlaşma Şekli	Nakdi uzlaşma
Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı	Son işlem günü Borsada seansın kapanmasından önceki 15 dakika içerisinde, İMKB'de gerçekleşen ve aralarında 30

	saniyeden daha az süre olmaksızın rasgele seçilen 10 adet İMKB–100 ulusal hisse senedi fiyat endeksi değerinin aritmetik ortalaması vadeli işlem sözleşmesinde vade sonu uzlaşma fiyatı olarak kullanılır. İMKB seansının Borsa seansından önce kapanması durumunda, yöntem aynı kalmak suretiyle hesaplamalar İMKB seansının son 15 dakikalık bölümünde gerçekleşen İMKB-100 ulusal hisse senedi fiyat endeksi değerleri esas alınarak yapılır
Gün Sonu Uzlaşma Fiyatı	Günlük uzlaşma fiyatı, ilgili sözleşmede açık pozisyonların yeniden değerlemesinde esas alınan fiyattır. Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı şu şekilde hesaplanır: ▪ Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir. ▪ Eğer son 10 dakika içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınır. Seans sonunda yukarıda belirtilen yöntemlere göre günlük uzlaşma fiyatının hesaplanamaması veya bu şekilde hesaplanan uzlaşma fiyatının piyasayı yansıtmadığına Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından kanaat getirilmesi durumunda, aşağıda belirtilen yöntemler tek başına ya da birlikte kullanılarak günlük uzlaşma fiyatı tespit edilebilir. ▪ Seans içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması, ▪ Bir önceki günün uzlaşma fiyatı, ▪ Seans sonundaki en iyi alış ve satış kotasyonlarının ortalaması, ▪ Sözleşmenin vadesine kadar olan süre için geçerli olan ve Borsa tarafından belirlenen faiz oranı, dayanak

	varlığın spot fiyatı veya sözleşmenin diğer vade ayları için geçerli olan günlük uzlaşma fiyatı kullanılarak hesaplanacak “teorik” vadeli fiyatlar.
--	---

Kaynak: VOB, 2010

Tablo 9: VOB–TLDolar Vadeli İşlem Sözleşmesinin Özellikleri

Dayanak Varlık	Türk Lirası/ABD Doları kuru
Sözleşme Büyüklüğü	1.000 ABD Doları
Kotasyon Şekli	1 ABD Doları'nın Türk Lirası cinsinden değeri virgülden sonra dört basamak halinde kote edilir (örn. 1,4155 TL veya 1,4160 TL)
Günlük Fiyat Hareket Sınırı	Baz fiyatın % +10'udur.
Minimum Fiyat Adımı	0,0005 (Minimum fiyat adımının değeri 0,5 TL'ye karşılık gelir.)
Vade Ayları	Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık (Aynı anda içinde bulunulan aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Bu üç vade ayından biri Aralık ayı değilse, Aralık vade ayı ayrıca işleme açılır.)
Sözleşmenin Vadesi	Her vade ayının son iş günü
Son İşlem Günü	Her vade ayının son iş günü
Uzlaşma Şekli	Nakdi uzlaşma
Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı	TCMB'nin son işlem günü saat 15.30 itibariyle açıklayacağı gösterge niteliğindeki ABD Doları satış kuru
Gün Sonu	Günlük uzlaşma fiyatı, ilgili sözleşmede açık pozisyonların

Uzlaşma Fiyatı	yeniden değerlemesinde esas alınan fiyattır. Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı şu şekilde hesaplanır: ▪ Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir. ▪ Eğer son 10 dakika içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınır. Seans sonunda yukarıda belirtilen yöntemlere göre günlük uzlaşma fiyatının hesaplanamaması veya bu şekilde hesaplanan uzlaşma fiyatının piyasayı yansıtmadığına Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından kanaat getirilmesi durumunda, aşağıda belirtilen yöntemler tek başına ya da birlikte kullanılarak günlük uzlaşma fiyatı tespit edilebilir. ▪ Seans içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması, ▪ Bir önceki günün uzlaşma fiyatı, ▪ Seans sonundaki en iyi alış ve satış kotasyonlarının ortalaması, ▪ Sözleşmenin vadesine kadar olan süre için geçerli olan ve Borsa tarafından belirlenen faiz oranı, dayanak varlığın spot fiyatı veya sözleşmenin diğer vade ayları için geçerli olan günlük uzlaşma fiyatı kullanılarak hesaplanacak "teorik" vadeli fiyatlar.
------------------------------	---

Kaynak: VOB, 2010

Tablo 10: VOB–TLEuro Vadeli İşlem Sözleşmesinin Özellikleri

Dayanak Varlık	Türk Lirası/Euro kuru
Sözleşme Büyüklüğü	1.000 Euro
Kotasyon Şekli	1 Euro'nun Türk Lirası cinsinden değeri virgülden sonra dört basamak halinde kote edilir (örn. 1,8865 TL veya 1,8870 TL)
Günlük Fiyat Hareket Sınırı	Baz fiyatın % +10'udur.
Minimum Fiyat Adımı	0,0005 (Minimum fiyat adımının değeri 0,5 TL'ye karşılık gelir.)
Vade Ayları	Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık (Aynı anda içinde bulunulan aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Bu üç vade ayından biri Aralık ayı değilse, Aralık vade ayı ayrıca işleme açılır.)
Sözleşmenin Vadesi	Her vade ayının son iş günü
Son İşlem Günü	Her vade ayının son iş günü
Uzlaşma Şekli	Nakdi uzlaşma
Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı	TCMB'nin son işlem günü saat 15.30 itibariyle açıklayacağı gösterge niteliğindeki Euro satış kuru
Gün Sonu Uzlaşma Fiyatı	Günlük uzlaşma fiyatı, ilgili sözleşmede açık pozisyonların yeniden değerlemesinde esas alınan fiyattır. Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı şu şekilde hesaplanır: - Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir. - Eğer son 10 dakika içerisinde 10'dan az işlem

	yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınır. Seans sonunda yukarıda belirtilen yöntemlere göre günlük uzlaşma fiyatının hesaplanamaması veya bu şekilde hesaplanan uzlaşma fiyatının piyasayı yansıtmadığına Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından kanaat getirilmesi durumunda, aşağıda belirtilen yöntemler tek başına ya da birlikte kullanılarak günlük uzlaşma fiyatı tespit edilebilir. ▪ Seans içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması, ▪ Bir önceki günün uzlaşma fiyatı, ▪ Seans sonundaki en iyi alış ve satış kotasyonlarının ortalaması, ▪ Sözleşmenin vadesine kadar olan süre için geçerli olan ve Borsa tarafından belirlenen faiz oranı, dayanak varlığın spot fiyatı veya sözleşmenin diğer vade ayları için geçerli olan günlük uzlaşma fiyatı kullanılarak hesaplanacak “teorik” vadeli fiyatlar.
--	--

Kaynak: VOB, 2010

Tablo 11: VOB–G–DİBS Vadeli İşlem Sözleşmesinin Özellikleri

Dayanak Varlık	Dayanak varlık, “Gösterge DİBS” olan ve spot piyasadaki mevcut ve potansiyel işlem hacmi ile diğer kriterler göz önüne alınarak Borsa tarafından belirlenen iskontolu DİBS’lerdir. Dayanak varlık olarak seçilen DİBS’in vadesi, sözleşme kodunun 8 ila 13’üncü karakterleri arasında gösterilen rakamların gün, ay ve yıl olarak yorumlanmasıyla bulunur. (Örnek 221F_IR090408B0506 kodlu sözleşmenin dayanak varlığı, itfa tarihi 09 Nisan 2008 olan DİBS’tir.)
-----------------------	--

	Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan aylık ihale programında yer alan, fakat henüz ihracı gerçekleştirilmeyen DİBS'lerin de dayanak varlık olarak belirlenmesi mümkündür.
Sözleşme Büyüklüğü	10.000 TL (100 TL nominalden 100 adet DİBS)
Kotasyon Şekli	100 TL nominal üzerinden iskontolanarak elde edilen TL cinsinden bono değeri virgülden sonra üç basamak halinde kote edilir. (örnek: 82,390 TL)
Günlük Fiyat Hareket Sınırı	Baz fiyatın % +5'idir
Minimum Fiyat Adımı	0, 010 (Minimum Fiyat Adımı Değeri = 1 TL)
Vade Ayları	Her bir dayanak varlık için, ihraç tarihini takip eden ay ve bu ayı takip eden ikinci ay olmak üzere toplam iki vade ayı işleme açılır. Vadelerde Süreklilik Dayanak varlık olarak seçilen gösterge DİBS'e dayalı sözleşmenin mevcut vadelerinin dolması durumunda takip eden vadeler için yeni bir sözleşme açılmayabilir. Bir Sonraki Sözleşmenin Açılma Zamanı Dayanak varlığın farklı bir vadesine dayalı yeni bir sözleşmenin işleme açılması Hazine'nin yeni bir ihraç yapacağını duyurması veya fiilen ihracın olması durumunda gerçekleştirilebilir.
Sözleşmenin Vadesi	Her vade ayının son iş günü
Son İşlem Günü	Her vade ayının son iş günü
Uzlaşma Şekli	Nakdi uzlaşma

Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı	Sözleşmenin son işlem günü İMKB Tahvil/Bono Piyasası'nda işlem gören dayanak varlığın o gün valörlü olmak üzere İMKB tarafından açıklanan ağırlıklı ortalama fiyatı son uzlaşma fiyatı olarak alınır.
Gün Sonu Uzlaşma Fiyatı	Günlük uzlaşma fiyatı, ilgili sözleşmede açık pozisyonların yeniden değerlemesinde esas alınan fiyattır. Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı şu şekilde hesaplanır: - Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir. - Eğer son 10 dakika içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınır. Seans sonunda yukarıda belirtilen yöntemlere göre günlük uzlaşma fiyatının hesaplanamaması veya bu şekilde hesaplanan uzlaşma fiyatının piyasayı yansıtmadığına Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından kanaat getirilmesi durumunda, aşağıda belirtilen yöntemler tek başına ya da birlikte kullanılarak günlük uzlaşma fiyatı tespit edilebilir. - Seans içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması, - Bir önceki günün uzlaşma fiyatı, - Seans sonundaki en iyi alış ve satış kotasyonlarının ortalaması, - Sözleşmenin vadesine kadar olan süre için geçerli olan ve Borsa tarafından belirlenen faiz oranı, dayanak varlığın spot fiyatı veya sözleşmenin diğer vade ayları için geçerli olan günlük uzlaşma fiyatı kullanılarak hesaplanacak "teorik" vadeli fiyatlar.

Kaynak: VOB, 2010

Tablo 12: VOB– Anadolu Kırmızı Buğday Vadeli İşlem Sözleşmesinin Özellikleri

Dayanak Varlık	Anadolu kırmızı sert baz kalite buğday (Bezostaja-1, Doğu-88, Gün-91, Haymana-79, İkizce-96, Karasu-90, Lancer, Odeskaya-51, Şahin)
Sözleşme Büyüklüğü	5.000 kg (5 ton)
Kotasyon Şekli	1 kg buğdayın TL cinsinden değeri virgülden sonra dört basamak halinde kote edilir. (örn. 0,3865 TL veya 0,3870 TL)
Günlük Fiyat Hareket Sınırı	Baz fiyatın % +10'udur.
Minimum Fiyat Adımı	0,0005 (Minimum fiyat adımının değeri 2,5 TL)
Vade Ayları	Aynı anda Mart, Mayıs, Temmuz, Eylül ve Aralık aylarından en yakın iki vade ayına ait sözleşmeler işlem görür.
Sözleşmenin Vadesi	Her vade ayının son iş günü
Son İşlem Günü	Her vade ayının son iş günü
Uzlaşma Şekli	Nakdi uzlaşma
Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı	Aynı anda Mart, Mayıs, Temmuz, Eylül ve Aralık aylarından en yakın iki vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Uzunköprü ve Yozgat Ticaret Borsalarında Anadolu kırmızı sert buğdayı için son işlem gününde ve önceki bir iş gününde oluşmuş fiyatlar elde edilir. (Bu şekilde en fazla on dört fiyat verisi elde edilir.) Konya ve Polatlı Ticaret Borsası'nda birinci, ikinci, üçüncü veya dördüncü derecedeki Anadolu kırmızı sert buğdayların herhangi biri için borsada fiyat

	oluşmaması durumunda, miktar ağırlıklı ortalama fiyat hesaplamasında fiyat oluşmuş olan dereceler için oluşan fiyat ve miktar bilgileri dikkate alınır. ▪ Konya ve/veya Polatlı Ticaret Borsası'nda birinci, ikinci, üçüncü ve dördüncü derecedeki Anadolu kırmızı sert buğdaylarının hiçbirinde fiyat oluşmaması durumunda o gün için Polatlı Ticaret Borsası'ndan ya da Konya Ticaret Borsası'ndan fiyat verisi alınamadığı kabul edilir. ▪ Polatlı ve Konya Ticaret Borsalarının dışındaki borsalardan son işlem gününde veya son işlem gününden önceki bir iş gününde, Anadolu Kırmızı Sert buğdayı için fiyat oluşmaması durumunda, o gün için bu borsalardan fiyat alınamadığı kabul edilir. Bu durumda, bu borsaların fiyat bilgileri (2. maddede bahsedilen) aritmetik ortalamaya dahil edilmez. Yukarıda açıklanan tüm fiyatların (en fazla 18 fiyat verisi) aritmetik ortalaması bulunur. Bu fiyat vade sonu uzlaşma fiyatı olarak kabul edilir. Spot borsaların fiyat verisinin son işlem gününü takip eden işgünlerinde açıklanması durumunda, Uzlaşma Fiyatı Komitesi uzlaşma fiyatını son işlem gününü takip eden günde açıklayabilir veya spot borsaların son işlem günü fiyat verilerini dikkate almadan son işlem gününde açıklayabilir. Borsa, uygun koşulların sağlanması halinde, Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı hesaplanmasında fiyat verisi alınan borsaların sayısını artırabilir veya azaltabilir. Uzlaşma Fiyatı Komitesi, piyasa koşullarına göre vade sonu uzlaşma fiyatının hesaplanmasında spot piyasadan fiyat verisi alınan gün sayısını artırabilir veya azaltabilir.
--	---

	Uzlaşma Fiyatı Komitesi, borsanın seans saatlerini ve takas sürecini dikkate alarak uzlaşma fiyatının hesaplanmasında spot borsalardaki seansın bir kısmında oluşan fiyat verilerini dikkate alabilir.
Gün Sonu Uzlaşma Fiyatı	Günlük uzlaşma fiyatı, ilgili sözleşmede açık pozisyonların yeniden değerlemesinde esas alınan fiyattır. Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı şu şekilde hesaplanır: ▪ Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir. ▪ Eğer son 10 dakika içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınır. Seans sonunda yukarıda belirtilen yöntemlere göre günlük uzlaşma fiyatının hesaplanamaması veya bu şekilde hesaplanan uzlaşma fiyatının piyasayı yansıtmadığına Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından kanaat getirilmesi durumunda, aşağıda belirtilen yöntemler tek başına ya da birlikte kullanılarak günlük uzlaşma fiyatı tespit edilebilir. ▪ Seans içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması, ▪ Bir önceki günün uzlaşma fiyatı, ▪ Seans sonundaki en iyi alış ve satış kotasyonlarının ortalaması, ▪ Sözleşmenin vadesine kadar olan süre için geçerli olan ve Borsa tarafından belirlenen faiz oranı, dayanak varlığın spot fiyatı veya sözleşmenin diğer vade ayları için geçerli olan günlük uzlaşma fiyatı kullanılarak hesaplanacak "teorik" vadeli fiyatlar.

Kaynak: VOB, 2010

Tablo 13: VOB–Egepamuk Vadeli İşlem Sözleşmesinin Özellikleri

Dayanak Varlık	Ege Standart 1 baz kalite pamuk
Sözleşme Büyüklüğü	1.000 kg (1 ton)
Kotasyon Şekli	1 kg pamuğun TL cinsinden değeri virgülden sonra üç basamak halinde kote edilir (örn.1,750 TL veya 1,755 TL)
Günlük Fiyat Hareket Sınırı	Baz fiyatın % +10'udur.
Minimum Fiyat Adımı	0,005 (Minimum fiyat adımının değeri 5 TL)
Vade Ayları	Aynı anda Mart, Mayıs, Temmuz, Ekim ve Aralık aylarından en yakın beş vade ayına ait sözleşmeler işlem görür
Sözleşmenin Vadesi	Her vade ayının son iş günü
Son İşlem Günü	Her vade ayının son iş günü
Uzlaşma Şekli	Nakdi uzlaşma
Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı	a. Dayanak varlığın vade ayı son işlem günü ve öncesindeki asgari iki iş gününe ait İzmir Ticaret Borsası'nda oluşan Ege Standart 1 baz kalite pamuk fiyatlarının miktar ağırlıklı ortalaması son işlem günü Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı olarak alınır. b.Bu günlerde İzmir Ticaret Borsası'nda yeterli işlem olmaması halinde var olan işlemlerin ortalaması ile İzmir Ticaret Borsası pamuk salonunda faaliyet gösteren asgari on iki üyeden azami %1 fiyat aralığı ile Ege Standart 1 pamuk için alınacak kotasyonların en iyi ve en kötü iki fiyat atıldıktan sonra kalanların aritmetik ortalaması uzlaşma fiyatı olarak alınır. Spot piyasada gerçekleşen işlemlerin Vade Sonu Uzlaşma Fiyatının belirlenmesinde yeterli olup

	olmadığına Uzlaşma Fiyatı Komitesi karar verir.
Gün Sonu Uzlaşma Fiyatı	Günlük uzlaşma fiyatı, ilgili sözleşmede açık pozisyonların yeniden değerlemesinde esas alınan fiyattır. Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı şu şekilde hesaplanır: ▪ Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir. ▪ Eğer son 10 dakika içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınır. Seans sonunda yukarıda belirtilen yöntemlere göre günlük uzlaşma fiyatının hesaplanamaması veya bu şekilde hesaplanan uzlaşma fiyatının piyasayı yansıtmadığına Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından kanaat getirilmesi durumunda, aşağıda belirtilen yöntemler tek başına ya da birlikte kullanılarak günlük uzlaşma fiyatı tespit edilebilir. ▪ Seans içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması, ▪ Bir önceki günün uzlaşma fiyatı, ▪ Seans sonundaki en iyi alış ve satış kotasyonlarının ortalaması, ▪ Sözleşmenin vadesine kadar olan süre için geçerli olan ve Borsa tarafından belirlenen faiz oranı, dayanak varlığın spot fiyatı veya sözleşmenin diğer vade ayları için geçerli olan günlük uzlaşma fiyatı kullanılarak hesaplanacak "teorik" vadeli fiyatlar.

Kaynak: VOB, 2010

Tablo 14: VOB–Altın Vadeli İşlem Sözleşmesinin Özellikleri

Dayanak Varlık	995/1000 saflıkta rafine edilmiş külçe altın
Sözleşme Büyüklüğü	100 gram 995/1000 saflıkta rafine edilmiş külçe altın
Kotasyon Şekli	1 gram altının Türk Lirası cinsinden değeri virgülden sonra üç basamak halinde kote edilir (örn. 22,680 TL veya 22,685 TL).
Günlük Fiyat Hareket Sınırı	Baz fiyatın % +10'udur.
Minimum Fiyat Adımı	0,005 (Minimum fiyat adımının değeri 0,5 TL)
Vade Ayları	Aynı anda Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık aylarından en yakın üç tanesine ait sözleşmeler işlem görür
Sözleşmenin Vadesi	Her vade ayının son iş günü
Son İşlem Günü	Her vade ayının son iş günü
Uzlaşma Şekli	Nakdi uzlaşma
Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı	Son işlem gününde Londra'da öğleden sonra yapılan altın sabitleme seansında oluşan altının Dolar/ons fiyatının Merkez Bankasının saat 15.30'da açıklayacağı ABD Doları satış kuru kullanılarak TL/gram'a çevrilmesi ile bulunan değer vade sonu uzlaşma fiyatı olarak kullanılır. Son işlem gününde resmi tatil veya başka bir nedenle fiyat açıklanmaması halinde, uluslararası spot piyasalarda Türkiye saati ile saat 17:00'de oluşan Dolar/ons altın alış ve satış fiyatının ortalaması baz alınır. Ons ağırlık birimi 31,1035'e bölünerek grama çevrilir.
Gün Sonu Uzlaşma	Günlük uzlaşma fiyatı, ilgili sözleşmede açık pozisyonların yeniden değerlemesinde esas alınan fiyattır. Seans

Fiyatı	sonunda günlük uzlaşma fiyatı şu şekilde hesaplanır: ▪ Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir. ▪ Eğer son 10 dakika içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınır. Seans sonunda yukarıda belirtilen yöntemlere göre günlük uzlaşma fiyatının hesaplanamaması veya bu şekilde hesaplanan uzlaşma fiyatının piyasayı yansıtmadığına Uzlaşma Fiyatı Komitesi tarafından kanaat getirilmesi durumunda, aşağıda belirtilen yöntemler tek başına ya da birlikte kullanılarak günlük uzlaşma fiyatı tespit edilebilir. ▪ Seans içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması, ▪ Bir önceki günün uzlaşma fiyatı, ▪ Seans sonundaki en iyi alış ve satış kotasyonlarının ortalaması, ▪ Sözleşmenin vadesine kadar olan süre için geçerli olan ve Borsa tarafından belirlenen faiz oranı, dayanak varlığın spot fiyatı veya sözleşmenin diğer vade ayları için geçerli olan günlük uzlaşma fiyatı kullanılarak hesaplanacak "teorik" vadeli fiyatlar.
---------------	--

Kaynak: VOB, 2010

3.5. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI ÇALIŞMA ESASLARI²⁵⁹

VOB'da işlemler, kabulüne Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Anonim Şirketi Yönetim Kurulu'nun karar verdiği ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği'nde belirtilen asgari şartlara haiz borsa üyeleri vasıtasıyla

²⁵⁹ (Erişim) www.vob.org.tr, 28 Temmuz 2010.

gerçekleştirilmektedir. VOB Yönetim Kurulu, borsa üyelerinin işlem yapma yetkilerini, borsada açılacak pazarlar, borsaya kote edilmiş sözleşmeler veya sözleşme grupları bazında belirlemeye yetkilidir. VOB'da takas üyesi borsa üyeleri ve takas üyesi olmayan borsa üyeleri olmak üzere iki tür üyelik bulunmaktadır. Takas üyeleri, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine ilişkin işlemleri yerine getirmeyi, teyit etmeyi ve sona erdirmeyi takas merkezine karşı taahhüt eden kuruluşlardır.

Takas üyesi borsa üyeleri, sahip oldukları yetkiler bakımından doğrudan takas üyesi ve genel takas üyesi olarak ikiye ayrılmaktadır. Doğrudan takas üyeleri, sadece kendilerinin veya müşterilerinin işlemlerinin takasını gerçekleştirmeye yetkili olup, başka bir borsa üyesinin takasını garanti edemezken, genel takas üyeleri, doğrudan takas üyelerinin yetkisine ilave olarak diğer borsa üyelerinin işlemlerinin takasını garanti etmeye yetkilidir. Takas garantisi takas merkezine karşı verilmektedir.

Takas üyesi olmayan borsa üyeleri, bir genel takas üyesinin takas garantisini elde etmeden borsaya doğrudan emir iletememekte ve bu suretle işlem yapamamaktadırlar. Takas üyesi olmayan borsa üyelerinin takas işlemleri takası garanti eden genel takas üyesi tarafından gerçekleştirilmekte, bu durumda, garanti veren genel takas üyesinin onayı ile takas üyesi olmayan borsa üyelerinin takas işlemleri, genel takas üyesine bağlı, kendi adına açılan takas hesaplarında izlenebilmektedir. Takas üyesi olmayan borsa üyesinin takas merkezi nezdindeki riskleri takas garantisi veren genel takas üyesinin riskleri ile konsolide edilerek izlenebilmektedir.

Borsada sözleşme alınıp satılması, borsa işleminde eşleşen iki taraftan birinin uzun pozisyon (alış) alırken diğer tarafın kısa pozisyon (satış) alması anlamına gelmektedir. Borsada sözleşme alınıp satılmasıyla ya yeni bir pozisyon sahibi olunacak ya da daha önceden alınan pozisyon kapatılacaktır.

Yönetim kurulu, üyelerin alabilecekleri pozisyon sayısını veya yapabilecekleri işlem hacmini, sermaye yeterliliği tabanına, garanti fonuna yatırdıkları tutara, teminat olarak bulundurduğu kıymetlere veya diğer göstergelere bağlı olarak belirlemeye yetkili olup taahhütlerini yerine

getirmemek fiilini tekrarlayan gerçek veya tüzel kişi müşterilerin emirlerinin borsa üyeleri tarafından kabul edilmemesi kararı alabilmektedir.

Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde, sözleşme hükümlerinin yerine getirilmesini sağlamak amacıyla müşteriler, aldıkları veya almak istedikleri her pozisyon için üyeye, üyeler de kendileri veya müşterileri adına aldıkları veya almak istedikleri her pozisyon için takas merkezine başlangıç ve sürdürme teminatı olmak üzere iki kademedede tespit edilen işlem teminatları yatırmak zorundadırlar. İşlem teminat tutar ve oranları ile teminata kabul edilebilecek kıymetler, bunların değerlendirme katsayısı ve teminat yatırma süreleri gibi hususlar, sözleşmenin asgari unsurlarında belirlenenler hariç olmak üzere, üye veya hesap bazında değişik oran ve tutarlarda farklı olabilecek şekilde borsanın uygun görüşüyle takas merkezince belirlenmektedir.

Fiziki teslimat öngören sözleşmelerde son işlem gününden sonra açık pozisyonlar için kısa pozisyon sahipleri teslimatı yapmakla, uzun pozisyon sahipleri de teslimatı kabul edip gerekli ödemeleri yapmakla yükümlü olmaktadır. Teslimat yeri ve teslim edilecek varlıkların kalitesi, sözleşme şartlarında belirtilen alternatifler arasından kısa pozisyon sahibi tarafından belirlenmekte ve uzun pozisyon sahibi teslimatı bu şekilde kabul etmek zorundadır. Teslimat esnasında taraflar arasında çıkabilecek uyuşmazlıklarda Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği'nde belirtilen komitelerin kararları nihai olmakta ve bu kararlara göre işlem yapılmasıyla borsanın takas merkezinin ve üyenin sorumlulukları sona ereceği gibi alıcı ve satıcının borsaya takas merkezine ve üyeye karşı talep hakkı bulunmayacaktır.

3.6. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NDA TAKAS MERKEZİ²⁶⁰

Takas, gerçekleşen işlemlerle ilgili olarak ortaya çıkan sorumlulukların yerine getirilmesi sürecidir. Burada takas merkezinin oynadığı rol, alıcı (uzun

²⁶⁰ (Erişim) www.vob.org.tr, 28 Temmuz 2010.

pozisyon sahibi) karşısında satıcı (kısa pozisyon sahibi) ve satıcı karşısında alıcı konumuna geçmesidir. Takas merkezi, borsa bünyesinde oluşturulabileceği gibi, bir banka veya takas kuruluşu da takas merkezi olarak görevlendirilebilecektir. Bu konuda karar verme ve düzenleme yapmaya borsanın görüşünü alarak Sermaye Piyasası Kurulu yetkili olup borsa işlemlerini yürüten takas merkezi VOB'un kararı ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun onayı ile değiştirilebilmektedir.

Takas merkezi, sözleşmelerin alıcısına karşı satıcı ve satıcısına karşı alıcı konumunu üstlenerek sözleşmelerde yer alan tüm hak ve yükümlülüklerin sorumluluğunu yönetmelik ile belirlenen kural ve sınırlar çerçevesinde üzerine almış olmakta; her sözleşmenin bir alıcısı ve bir satıcı olduğu için gün sonunda sıfır net pozisyona sahip olmaktadır.

Takas merkezinin merkezî muhatap olması, sözleşmeler ile ilgili garanti sınırını değiştirmemekte, teslimatta nihai müşterilerin birbiriyle muhatap olmasını engellememektedir. VOB'da gerçekleşen işlemlerden doğan yükümlülüklerin taraflarca yerine getirilmesinin sağlanması takas merkezi aracılığıyla yapılmaktadır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'de işlem gören sözleşmelerin takası SPK'nın 10.12.2004 tarih ve 48/1602 sayılı toplantısında alınan kararı ile takas merkezi olarak belirlenen Takasbank tarafından yapılır.

Takasbank, ilgili mevzuatta öngörülen şekilde merkezi muhatap olarak sözleşmelerin alıcısına karşı satıcı ve satıcısına karşı alıcı rolünü üstlenir. Takasbank'ın mali sorumluluğu mevzuatta öngörülen kaynaklarla sınırlı olmak üzere sözleşmelerin takası sırasında taraflardan her biri için karşı tarafın yerini almasından kaynaklanan tutar kadardır. Takas merkezi garantisi, sadece takas merkezinde açılan hesaplar ve bu hesaplarda izlenen sözleşmelerle sınırlıdır. Takas işleminde aksi kararlaştırılmadıkça açık pozisyon için yatırılması ve bulundurulması zorunlu teminatlar ve garanti fonu kullanılır.

3.7. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NDA GARANTİ FONU²⁶¹

Borsa tarafından, takas üyelerinin borsada sözleşme alım satımından kaynaklanan yükümlülüklerini takas merkezine karşı yerine getirmemeleri durumunda kullanılmak üzere, yapılacak katkı tutarının borsa tarafından belirlendiği ve takas merkezince temsil ve idare edilen ve nemalandırılan garanti fonu oluşturulmuştur.

Fondaki varlıklar, sadece fonun kuruluş amacı çerçevesinde kullanılabilmekte, üyelerin diğer yükümlülükleri için hiçbir şekilde kullanılmamaktadır. Fonun kuruluş amacı çerçevesinde kullanımına kısıtlama getirilememekte, kullanılması veya diğer nedenlerle eksilmesi durumunda takas üyelerinden ilave katkı yapılması talep edilebilmektedir.

Tüm takas üyelerinin garanti fonuna katkıda bulunmaları zorunludur. Garanti fonu katkı payları asgari ve değişken olmak üzere ikiye ayrılır:

Asgari Katkı Payı: Bir üyenin garanti fonundaki katkı payı, asgari katkı payı tutarından az olamaz. Takas üyelerinin garanti fonunda bulundurması zorunlu asgari katkı payları 200.000 TL olarak belirlenmiştir. Asgari katkı payı tutarı borsa yönetmeliğinde öngörülen şekilde değiştirilebilir.

Değişken Katkı Payı: Açık pozisyonların piyasa değerleri, borsa tarafından belirlenen hesaplama aralıklarına denk düşen üyelerden, asgari katkı payına ek olarak değişken katkı payı alınır.

Bulundurulması zorunlu olan katkı payı toplamının % 20'lik kısmı nakit olmak zorundadır. Garanti fonunda katkı paylarını oluşturmak üzere bulundurulan nakit, para piyasalarında nemalandırılır.

Aşağıdaki tabloda garanti fonu katkı payı yükümlülüğünün hesaplanma yöntemi ve değişken katkı payının hesabında esas alınacak hesaplama aralıkları gösterilmektedir. 20 Milyon TL'den sonraki her bir aralık

²⁶¹ (Erişim) www.vob.org.tr, 28 Temmuz 2010.

10 Milyon TL olarak artmaktadır. Üst sınırlar içinde bulundukları aralığa dâhildir.

Tablo 15: Garanti Fonu Katkı Payı

Hesaplama Aralığı	Açık Pozisyon Cari Değeri(TL)	Minimum Nakit Katkı Payı (TL)	Toplam Katkı Payı (TL)
1. aralık	0-20 Milyon	40 Bin	200 Bin
2. aralık	20-30 Milyon	40 Bin + (2-1) * 20 Bin	200 Bin + (2-1) * 100 Bin
3. aralık	30-40 Milyon	40 Bin + (3-1) * 20 Bin	200 Bin + (3-1) * 100 Bin
4. aralık	40-50 Milyon	40 Bin + (4-1) * 20 Bin	200 Bin + (4-1) * 100 Bin
N. aralık	Önceki aralık + 10 Milyon	40 Bin + (N-1) * 20 Bin	200 Bin + (N-1) * 100 Bin

Kaynak: VOB, 2010

(N: Açık Pozisyon Cari Değerinin tekabül ettiği aralık)

Her günün sonunda, takas üyesinin piyasadaki açık pozisyon sayısı sözleşme bazında bulunmakta ve ilgili sözleşme büyüklükleri o gün itibarıyla ilan edilen uzlaşma fiyatları ile çarpılarak “açık pozisyon cari değeri” hesaplanmaktadır.

$$\text{Açık Pozisyon Cari Değeri} = \sum_{i=1}^S (\text{Açık Pozisyon Sayısı} * \text{Sözleşme Büyüklüğü} * \text{Uzlaşma Fiyatı})$$

(S: Açık Pozisyon Bulunan Sözleşmelerin Sayısı)

Açık pozisyon cari değeri hesaplandıktan sonra, bu değer hangi aralıkta bulunduğu tespit edilmektedir.

Garanti fonu katkı payı yükümlülükleri her gün sonu itibarıyla güncellenmektedir. Bir üst aralığa geçen takas üyeleri belirlenmekte ve bu üyelerin garanti fonundaki katkı payları kontrol edilerek, gerekli durumlarda

Takasbank tarafından elektronik ortamda garanti fonu tamamlama çağrısı yapılmaktadır.

Genel takas üyelerinin, garanti fonu katkı payları hesaplanırken, takasını garanti ettikleri Borsa üyelerinin durumu da dikkate alınmaktadır. Asgari katkı payı tutarı hesaplanırken, takası garanti edilen diğer üyelerin sayısına, takas üyesinin kendi takas garantisi de dikkate alınarak 1 (bir) eklenmekte ve bulunan rakam ile asgari katkı payı tutarı çarpılmaktadır. Değişken katkı payı hesaplanırken, takası garanti edilen üyelerin açık pozisyonları ile takas üyesinin açık pozisyonları toplamı dikkate alınmaktadır.

Garanti fonuna ilişkin hükümler tüm üyelere uygulanmakta ve garanti fonunda oluşan fonlar borsada açılan tüm piyasalarda ve işlem gören tüm sözleşmelerde oluşan temerrütler için ve borsanın 2005/7 no.lu genelgesinde ve ilgili mevzuatta yer alan esaslara uygun olarak kullanılmaktadır.

3.8. VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİNDE POZİSYON ALIMI²⁶²

Bir vadeli işlem sözleşmesinde alıcı pozisyonundaki yatırımcı uzun (long) pozisyonunda satıcı pozisyonundaki yatırımcı ise kısa (short) pozisyonundadır. Uzun pozisyonunda olan açığa alış yapmış gibidir ve fiyatların yükselmesini umut eder. Kısa pozisyondaki kişi ise tam tersine açığa satış yapmış gibidir ve fiyatların düşmesini bekler. Bu durumda, uzun pozisyonda olan taraf sözleşmenin fiyat artışından kar ederken kısa pozisyonda olan ise bu durumda zarar eder. Alınan pozisyonlarda elde edilen kar/zarar hesaplamalarına esas olan fiyat, her bir vadeli sözleşme bazında hesaplanan uzlaşma fiyatıdır.

²⁶² (Erişim) www.vob.org.tr, 28 Temmuz 2010.

3.9. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NDA POZİSYON LİMİTLERİ²⁶³

VOB'da işlem gören sözleşmeler için uygulanan pozisyon limitleri toplam açık sözleşme sayılarının mutlak adedi ve yüzdesel değeri olmak kaydıyla iki şekilde takip edilir. Yüzdesel limitlerin kontrol edilmesine ancak mutlak limitler aşıldıktan sonra başlanır.

Altın, pamuk, Anadolu kırmızı buğday ve G-DİBS vadeli işlem sözleşmeleri için mutlak limit hesap bazında ilgili sözleşmede her bir vade ayı için 10.000 adet açık pozisyon olarak belirlenmiştir. Bunun anlamı yüzdesel kontrol yapılmadan hesap bazında alınabilecek sözleşme sayısının 10.000 adet olduğudur. Bu miktarın aşılması halinde sistem tarafından yüzdesel pozisyon limiti kontrolü yapılır. Yüzdesel pozisyon limitleriye, ilgili sözleşmedeki toplam açık pozisyonun %10'u kadardır.

İMKB 30, İMKB 100, Dolar, Euro vadeli işlem sözleşmeleri için mutlak limit hesap bazında ilgili sözleşmede her bir vade ayı için 20.000 adet açık pozisyon olarak belirlenmiştir. Bunun anlamı yüzdesel kontrol yapılmadan hesap bazında alınabilecek sözleşme sayısının 20.000 adet olduğudur. Bu miktarın aşılması halinde sistem tarafından yüzdesel pozisyon limiti kontrolü yapılır. Yüzdesel pozisyon limitleriye, ilgili sözleşmedeki toplam açık pozisyonun %10'u kadardır.

3.10. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NDA TEMİNATLANDIRMA²⁶⁴

Vadeli işlem piyasalarında işlem yapan tüm alıcı ve satıcılar sözleşme hükümlerinin tam ve zamanında yerine getirilmesini garantilemek amacıyla aracı kurumlardaki hesaplarına belli oranda bir teminat yatırmak zorundadır.

Emir verildiğinde teminat hesabına yatırılması gereken tutara başlangıç teminatı denir. Başlangıç teminatını yatırdıktan ve alım/satım işlemini gerçekleştirdikten sonra hesapta bulunması gereken asgari teminat tutarına ise sürdürme teminatı denir. Eğer hesaptaki teminat tutarı sürdürme

²⁶³ (Erişim) www.vob.org.tr, 28 Temmuz 2010.

²⁶⁴ (Erişim) www.vob.org.tr, 28 Temmuz 2010.

teminatı seviyesine veya altına düşerse, teminat tamamlama çağrısı yapılarak hesaptaki teminat tutarı başlangıç teminatı seviyesine getirilmektedir.

Borsada oluşan zararlar ya da nakit dışı teminatların değerlerinin düşmesi sonucunda başlangıç teminatının inebileceği en düşük seviye ise sürdürme teminatı olarak adlandırılır.

Teminat tamamlama çağrısı seansın bitiminden sonra uzlaşma fiyatının açıklanmasıyla yapılır. Her piyasa için sürdürme teminatı başlangıç teminatının %75'i oranındadır. Aracı kurumlar yaptığı işlemlerde riski azaltmak için teminat değerlendirme oranlarını farklılaştırabilir. O günkü uzlaşma fiyatına göre teminatın sürdürme teminatı seviyesine veya altına düşmesi durumunda, başlangıç teminatı seviyesine kadar tamamlanması istenir. Hesaptaki toplam teminat, sürdürme teminatının üzerinde olmasına rağmen nakit teminatın sıfırın altına düşmesi halinde ise yatırımcıdan nakit teminatının negatif bakiyesini kapatması istenerek teminat tamamlama çağrısı yapılır. Ayrıca yönetmelik uyarınca gerekli görülen durumlarda borsa tarafından olağanüstü durum teminatı olarak tüm hesap sahiplerinden ek teminat talep edilebilir.

Tablo 16'da işlem teminatı olarak kabul edilecek nakit ve nakit-dışı teminatların çeşitleri gösterilmektedir.

Tablo 16: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Teminat Çeşitleri

Nakit Teminatlar	Türk Lirası	
	Döviz	ABD Doları
Nakit Dışı Teminatlar	Devlet İç Borçlanma Senetleri	Avrupa Para Birimi
		Devlet Tahvili
		Hazine Bonosu
		Döviz Endeksli Devlet Tahvili
		Döviz Ödemeli Devlet Tahvili
	Hisse Senedi	İMKB 30 endeksine dahil hisse senetleri
	Yatırım Fonu Katılma Belgeleri	Borsa yatırım fonları katılma belgeleri

Kaynak: VOB, 2010

3.11. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NDA SEANS SAATLERİ VE TEMERRÜT²⁶⁵

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda bir gün içinde yapılan işlemlerin saat bazındaki dağılımı aşağıda gösterilmektedir.

Tablo 17: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Seans Saatleri

T günü	08:45-09:15	İşlem Yapılmayan Dönem
	09:15-17:35	Normal Seans
	17:45	Uzlaşma Fiyatlarının İlanı ve Teminat Tamamlama Çağrılarının Yayınlanması
	17:45	Takas Süresinin Başlangıcı
T+1 günü	14:30	Takas Süresinin Sonu (Nakdi Uzlaşma)

Kaynak: VOB, 2010

²⁶⁵ (Erişim) www.vob.org.tr, 28 Temmuz 2010.

İşlem yapılmayan dönemde, sistem açık olmakla birlikte emir girişi ya da işlem gerçekleşmesi mümkün değildir. Bu dönemde temsilciler tarafından sisteme bağlanılabilir, sorgulama yapılabilir, normal seans başladıktan sonra sisteme gönderilmek üzere, toplu emir dosyası oluşturulabilir. Önceki günlerden kalan “iptale kadar geçerli” ya da “tarihli” emirler iptal edilebilir ya da düzeltilebilir.

Saat 09:15–17:35 arasında “normal seans” adı verilen tek bir seans düzenlenir. Normal seans fiyat ve zaman önceliğine dayanılarak sürekli müzayede esasıyla işlemlerin gerçekleştirildiği seanstır. Normal seansın son 10 dakikası “kapanış aralığı” olarak adlandırılır. Normal seans bittikten sonra uzlaşma fiyatlarının ilan edilmesiyle birlikte kapanış fiyatından emirler de sistem tarafından eşleştirilir. Normal seans bittikten sonra eşleştirilen bu emirler normal seans işlemlerine dâhil edilir.

Temerrüt, borsada gerçekleşen işlemler ve açık pozisyonlar nedeniyle Takasbank’a yatırılması gereken tutarlar ile diğer yükümlülüklerin süresi içinde yatırılmaması veya yerine getirilmemesi halidir.

VOB’da normal seansın tamamlanmasının ardından 17:45’te uzlaşma fiyatları açıklanmaktadır. Uzlaşma fiyatı belli olunca, o gün için kar/zarar kesinleşmekte ve gerekiyorsa tamamlama çağrısı yapılmaktadır. Teminat tamamlama çağrısının bir sonraki gün (T+1) saat 14:30’a kadar karşılanması gerekmektedir. Bu saate kadar teminat tamamlama çağrısına cevap verilmediği takdirde yatırımcı 1. temerrüde düşmüş sayılmaktadır. 14:30’dan Elektronik Fon Transferi (EFT) yapmanın kapanış saati 1. temerrüt aralığıdır. EFT kapanış saatinden sonra 2. temerrüt geçerli olmaktadır.

Sözleşmeden doğan yükümlülüklerin yerine getirilmemesi durumunda öncelikle temerrüde düşen üyenin bloke hesabındaki portföy ya da müşteri hesaplarının temerrüt yükümlülüğünün kapatılmasında re’sen kullanılır.

Üye'nin ilgili hesabına ait değerlendirme dışı nakit dışı teminatlar varsa nakde çevrilir. Nakit dışı teminat olmaması halinde bu hesaba ait açık pozisyonlar temerrüde düşülen tutar kadar likidite edilir. Temerrüdün kapatılması amacıyla nakit dışı varlıkların satışı (hangi varlıkların önce kullanılacağını Takasbank belirler) veya pozisyonların likidasyonu seçeneklerinden hangisinin kullanılacağı ve kullanım sırası Takasbank / Borsa tarafından serbestçe belirlenmektedir.

3.12. VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİNİN SEÇİMİ²⁶⁶

Farklı vadeli işlem sözleşmeleri, farklı zaman dilimlerinde farklı derecelerde risk ve getiri içerebilmektedir. Bir vadeli işlem sözleşmesinin piyasası belli bir dönem yukarı ve aşağı hızlı bir şekilde hareket edebileceği gibi, diğer zaman diliminde oldukça dar bir bant içinde hareket edebilmektedir.

Vadeli işlem sözleşmesinin alım ve satımında yatırımcıların kararını etkileyen en önemli iki faktör doğru zamanlama ve likiditedir.

Vadeli işlem sözleşmesi alım satım işlemlerinde, fiyatların hareket edeceği yön konusunda bilgi sahibi olmak çoğu zaman yeterli olmayabilir. Fiyat hareketlerinin yönü kadar zamanlamayı da iyi tespit etmek gerekmektedir. Pozisyon açıldığında sözleşmenin vade sonundaki fiyatları tahminler doğrultusunda gerçekleşebilir, ancak vade ortasında oluşabilecek ters fiyat hareketleri kısa vadede karşılanamayacak büyüklükte zarar yaratabilir ve bu da kara geçilecek vade sonu gelmeden, pozisyon kapatmak zorunluluğu doğuracaktır.

Başarılı bir vadeli işlem sözleşmesi alım-satım işlemi için, vadeli işlem sözleşmesinin seçimi kadar alım satım kararının veriliş zamanı ve pozisyon alındıktan sonra oluşabilecek teminat tamamlama çağrısına cevap verebilecek ilave teminatın bulunup bulunmadığı da önem kazanmaktadır.

²⁶⁶ (Erişim) www.vob.org.tr, 28 Temmuz 2010.

Teminat tamamlama çağrısına cevap verilemediği takdirde temerrüde düşme söz konusu olacağından aracı kuruluşun pozisyonu likidite hakkı vardır.

Vadeli işlem sözleşmelerinin alım satımında bilinmesi gereken bir diğer önemli husus da bazı sözleşmelerin diğerlerine oranla daha aktif alınıp satıldığı, dolayısıyla daha likit olduğudur. Bu konuda kullanılabilecek en önemli kriter, işlem hacmi (sözleşme adedine göre) ve açık pozisyon (uzun veya kısa pozisyonların sayısı) sayısıdır. İşlem hacmi ve/veya açık pozisyon sayısının artması veya azalması fiyatla birlikte piyasanın yönü hakkında da önemli bilgi vermektedir.

3.13. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI'NDA TÜREV İŞLEMLERİN GÖRÜNÜMÜ

Finansal sistemin istikrarlı işleyişi türev piyasaların kullanımını da önemli oranda artırmıştır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası hızla büyümesini sürdürmüş ve 2005 yılı sonu itibarıyla 47 olan üye sayısını 94'e ve borsanın açıldığı 2005 yılı sonu itibarıyla 3 Milyar TL olan işlem hacmini 2009 yılı sonunda 334 Milyar TL seviyesine yükseltmiştir²⁶⁷.

Yıllar itibarıyla borsanın işlem adedi ve hacminin gelişimine Tablo 18 de yer verilmiştir. Tabloda yer alan veriler beş yıl gibi kısa bir sürede Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın geldiği noktayı ve finansal sistem içerisindeki gerekliliğini özetlemektedir.

²⁶⁷ 2009 yılı Gayri Safi Yurt İçi Hasıla 952.635 Milyon TL'dir.

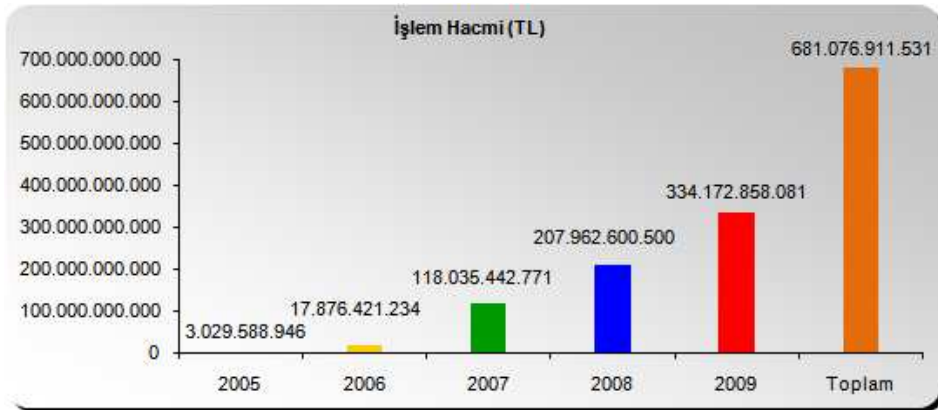
Tablo 18: Yıllar İtibarıyla VOB İşlem Adedi ve İşlem Hacmi

	2005	2006	2007	2008	2009
İşlem adedi (Miktar)	1.832.871	6.848.092	24.869.040	54.472.835	79.431.343
İşlem Hacmi (Milyar TL)	3	17,8	118	208	334

Kaynak: VOB,2010

2009 yılında TL cinsinden toplam işlem hacmi 2008 yılına göre % 61 artmıştır. Ayrıca, 2009 yılı işlem hacmi 2008 yılının işlem hacminin 1.6 katına ulaşmıştır.

2005–2009 yılları arası kontrat bazında VOB işlem hacminin yıllık gelişim grafiği TL bazında Şekil 3' de verilmektedir.

Şekil 3: İşlem Hacminin Kontrat Bazında Yıllık Gelişimi (TL)

Kaynak: VOB, 2010

Grafik incelendiğinde yıllar itibarıyla kontrat bazında işlem hacminin bir önceki yıl işlem hacminden daha fazla olduğu görülmektedir.

VOB sözleşme bazındaki işlem hacimlerinin TL ve adet bazında yıllık gelişimine ise Tablo 19'da yer verilmektedir.

**Tablo 19: VOB'da İşlem Gören Sözleşme Hacimlerinin Yıllık Gelişimi
(bin TL)**

	2005	2006	2007	2008	2009
Fiziki Teslimatlı VOB_TLDolar	0	0	0	0	8.206
Fiziki Teslimatlı VOB_TLEuro	0	0	0	0	4.456
VOB_TLDolar	2.207.785	6.578.934	10.394.759	19.360.939	22.123.155
VOB_TLEuro	108.056	406.709	31.273	267.831	497.633
VOB-Altın	0	4.769	238	84.926	593.852
VOB-Anadolu Kırmızı Buğday	91	0	0	14.364	11
VOB-DİBS 365	13.703	8	0	0	0
VOB-DİBS 91	17.736	1.935	0	0	0
VOB-Egepamuk	777	44	65	27	0
VOB-G-DİBS	0	31.869	3.354	3.274	4.805
VOB-İMKB 100	96.872	173.211	7.715	11.393	28.600
VOB-İMKB 30	584.566	10.678.965	107.610.984	188.219.843	310.912.137

Kaynak: VOB, 2010

Tablo 20: VOB'da İşlem Gören Sözleşme Hacimlerinin Yıllık Gelişimi (adet)

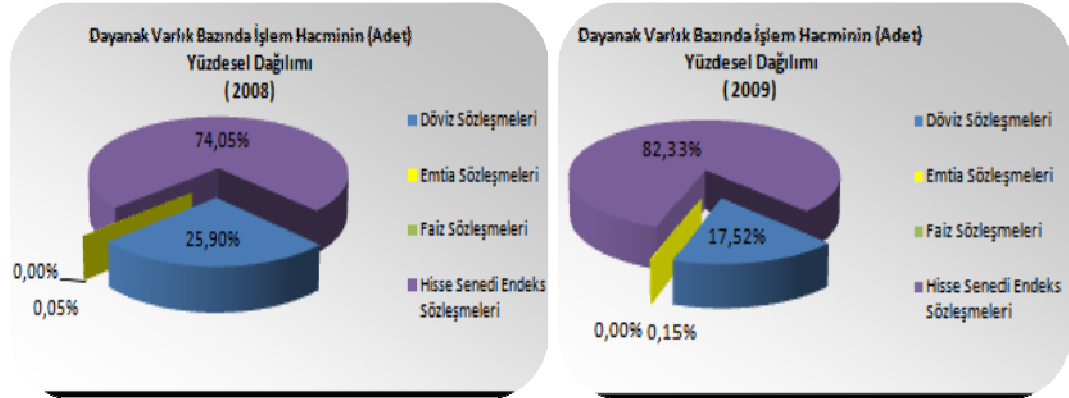
	2005	2006	2007	2008	2009
Fiziki Teslimatlı VOB_TLDolar	0	0	0	0	54
Fiziki Teslimatlı VOB_TLEuro	0	0	0	0	20
VOB_TLDolar	1.594.157	4.393.609	7.832.542	13.979.082	13.687.292
VOB_TLEuro	64.558	204.807	17.067	131.210	225.314
VOB-Altın	0	1.618	81	21.641	118.347
VOB-Anadolu Kırmızı Buğday	45	0	0	5.503	4
VOB-DİBS 365	1.599	1	0	0	0
VOB-DİBS 91	1.836	200	0	0	0
VOB-Egepamuk	404	23	29	11	0
VOB-G-DİBS	0	4.104	401	420	564
VOB-İMKB 100	26.700	39.809	1.561	2.961	6.654
VOB-İMKB 30	143.572	2.203.921	17.017.359	40.332.007	65.393.094

Kaynak: VOB, 2010

VOB'un sözleşme bazındaki işlem hacmi incelendiğinde İMKB-30 endeksine dayalı sözleşmenin üstünlüğü gözlemlenmektedir.

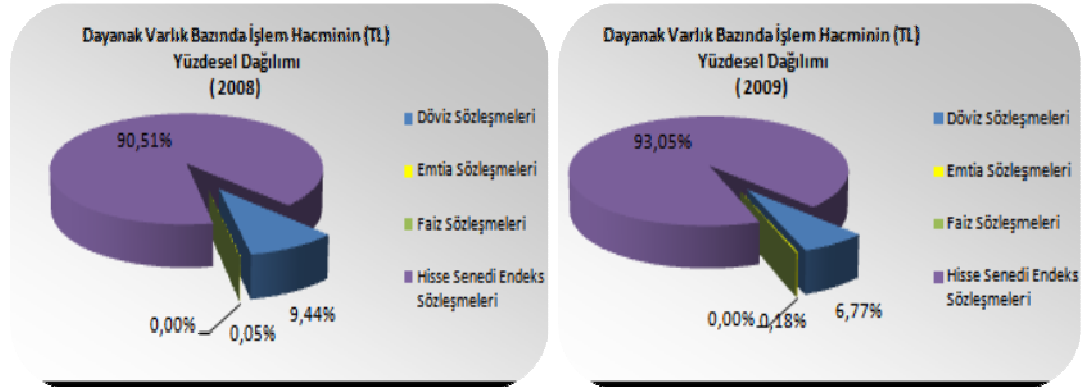
2008 ve 2009 yılları işlem hacminin dayanak varlık bazında dağılımını gösteren grafikler aşağıda yer almaktadır.

Şekil 4: 2008–2009 Yılları VOB'un Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacminin (adet) Yüzdesel Dağılımı



Kaynak: VOB, 2010

Şekil 5: 2008–2009 Yılları VOB'un Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacminin (TL) Yüzdesel Dağılımı



Kaynak: VOB, 2010

Şekil 4 ve Şekil 5 incelendiğinde 2008 yılı adet cinsinden işlem hacminin en büyük kısmını %74'le endeks sözleşmeleri oluştururken 2009 yılında bu oranın %82'ye çıktığı görülmektedir. TL cinsinden endeks sözleşmeleri işlem hacmi ise 2008 yılında % 90 iken 2009 yılında % 93'e yükselmiştir.

VOB'un işlem hacminin bu kadar büyük olmasının nedeni sadece yerli yatırımcıların değil aynı zamanda yabancı yatırımcıların da ilgi gösterdiği bir borsa olmasıdır. Aralık 2009 itibarıyla VOB'daki toplam işlem hacminin %86,3'ü yerli, yüzde %13,7'si ise yabancı yatırımcılar tarafından gerçekleştirilmiştir²⁶⁸.

2009 yılı Gayri Safi Yurt İçi Hasıla 952.635.000.000 TL olarak hesaplanmıştır. Aynı yıla ait VOB işlem hacmi ise 334.172.858.081 TL'dir.

Dünya türev borsaları arasında Future Birliği (Future Industry Association) sıralamasına göre 2006 yılında bir önceki göre %273 artışla en hızlı gelişme gösteren ve 46. sırada yer alan VOB, 2007 yılında %263 artışla sıralamadaki yerini 46. sıradan 38. sıraya, 2008 yılında 10 basamak yükselerek 28. sıraya ve 2009'un ilk yarı göstergelerine göre de yükselişine devam etmiş ve 22. sıraya yükseltmiştir²⁶⁹.

²⁶⁸ (Erişim) www.vob.org.tr, 28 Temmuz 2010.

²⁶⁹ (Erişim) www.vob.org.tr, 28 Temmuz 2010.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

Çalışmanın bu bölümünde türev ürün piyasalarının finans sektöründeki yerine ve bu piyasaların ekonomi politikalarındaki önemine değinilmiştir. Ayrıca türev ürün piyasaları ile spot ürün piyasaları arasındaki ilişki incelenmiş, türev ürünlerin taşıdıkları riskler ve finansal kriz dönemlerindeki rolleri açıklanmaya çalışılmıştır.

4.TÜREV ÜRÜN PİYASALARININ FİNANS SEKTÖRÜ AÇISINDAN ÖNEMİ

4.1. TÜREV ÜRÜN PİYASALARININ FİNANS SEKTÖRÜNDEKİ YERİ

Finansal türev piyasalar 1970'lerin başından itibaren gelişmeye başlamış hisse senedi endeksine dayalı vadeli sözleşmelerin işlem görmeye başladığı ve opsiyonların açıldığı 1980'lerden itibaren de bu gelişimini hızla devam etmiştir. Bu gelişimin nedeni özellikle hisse senetleri spot piyasasında işlem yapan yatırımcıların fiyat oynaklığı riskinden korunmak için türev ürünlere yönelmesidir. Faize dayalı türev ürünlerin işlem hacimlerinde ve ürün çeşitliliğinde görülen artışın altında yatan ana sebep ise piyasalardaki belirsizliğin faiz oranlarındaki dalgalanmayı artırıp yatırımcılar için risk teşkil etmesidir. 1990'ların sonunda türev piyasaların işlem hacmi değeri, finansal kurumlar ve yatırım şirketlerinin bilanço büyüklüklerinin yaklaşık 10-15 katına ulaşmış durumdadır²⁷⁰.

Vadeli işlem piyasaları, ekonomik gelişimini belirli bir seviyeye getirmiş tüm ülkelerin finansal derinlik kazanma süreçleri içerisinde yerini almıştır. Finans piyasasının giderek kompleks bir yapıya dönüşmesi yatırımcıların, şirketlerin ve aracı kurumların farklı finansal araçlara olan ihtiyacını artırmıştır. Türev piyasalarda işlem gören enstrümanlar bu ihtiyaca cevap

²⁷⁰ Çetin Ali Dönmez, Mustafa Kemal Yılmaz, "Türev Piyasalar Finans Sektöründeki Dengenin Korunması Açısından bir Tehdit Oluşturabilir mi?", **İMKB Dergisi**, Cilt 3, No 11, 1999, s. 50.

vererek ülkelerin para politikalarına, finansal sistemin gelişimine, tasarruf sahiplerinin güvenine ve firmaların finansmanı üzerine olumlu yönde etki etmektedir²⁷¹.

Finansal ürün yelpazesinin geniş olması, sermaye pazarında seçim şansını artırarak yerli ve yabancı sermayenin pazarlara yönlendirilmesinde büyük bir rol oynamaktadır. Yatırımcıların bir finansal ürünü sık sık diğeriyle değiştirebilmesine olanak sağlayan çeşitlilik dolayısıyla vadeli ürünlere sahip gelişmekte olan sermaye piyasalarında etkinlik, akışkanlık ve derinlik sağlanmaktadır. Konuyla ilgili gerçekleştirilen bir çalışmada, çok çeşitli türev enstrümanların işlem gördüğü, gelişmekte olan ülke piyasalarının, türev ürünlerin kullanılmadığı ülkelere kıyasla yabancı sermayeden daha fazla pay aldığı ortaya çıkmıştır²⁷².

Türev piyasalar, spot piyasada meydana gelebilecek fiyat oynaklığından zarar görmek istemeyen yatırımcılar ve yatırımcıların korunmak istediği bu riski üstlenerek bir kazanç elde etmeye çalışan spekülâtörler arasında aracı rolünü üstlenerek ülkenin sermaye piyasasının gelişimine önemli katkıda bulunurlar. Buna ek olarak özellikle organize türev borsaların yer aldığı sermaye piyasalarında “fiyatların daha etkin oluştuğu, likiditenin arttığı, ayrıca piyasalara gelen bilginin fiyatlara çok daha hızlı yansıdığı gözlemlenmiştir”²⁷³.

Türev piyasa ve borsaların menkul kıymet piyasalarının gelişiminde büyük katkıları bulunmaktadır. “1996’nın sonlarına kadar, menkul kıymet piyasalarına sahip 78’den fazla gelişmekte olan ülkenin kapitülasyonları 1990’lara varıncaya kadar gerçekleşen miktardan on kat daha artmış ve borsalardaki yerel şirket sayısı iki katına çıkmıştır. ” Türev piyasa ve borsaların bu süreçte üstlendiği rol, kaynak dağılımını sağlamakla beraber ülke içi ve ülkeler arasında riskin transferini gerçekleştirmektedir²⁷⁴.

²⁷¹ Dönmez, Yılmaz, a.g.m., s.50.

²⁷² Muratov, a.g.e., s. 64.

²⁷³ Dönmez, Yılmaz, a.g.m., s. 51.

²⁷⁴ Öznacar, a.g.e., s. 92.

4.2. TÜREV ÜRÜN PİYASALARININ EKONOMİ POLİTİKALARI AÇISINDAN ÖNEMİ

4.2.1. Türev Ürün Piyasalarının Para Politikası Açısından Önemi

Merkez bankalarının türev piyasalara olan ilgisi son zamanlarda gittikçe artmaktadır. Bu ilginin arkasında yatan temel mantık ise türev ürün piyasalarının finansal sisteme ve bir bütün olarak ekonomiye olan etkilerinin merkez bankası para politikaları açısından önem taşıyan yönlerinin olmasıdır²⁷⁵.

Merkez bankalarının temel hedefi enflasyonu düşürmek ve fiyat istikrarını sağlamaktır. Söz konusu hedefe ulaşmak için de faiz oranları, para tabanı gibi araçları kullanan merkez bankalarının bu politikası finansal piyasalarda işlem gören varlıkların vade ve likidite yapılarını değiştirmektedir²⁷⁶.

Türev ürünler finansal piyasalar için yeni bir yatırım-tasarruf aracı olmalarının yanında finansal sistemi etkileyerek geleneksel para politikalarının ekonomiye yansıma mekanizmalarını değiştirme işlevine de sahiptirler. Türev piyasalar ile spot piyasalar arasında bir ilişki olması, türev piyasalar ile işlem hacminin artması ve piyasalar arası arbitraj olanaklarının maliyetlerini azaltması gibi etkenler varlık fiyatlarının para politikası değişikliklerine daha çabuk tepki vermelerine yol açmaktadır²⁷⁷.

Türev piyasalarının merkez bankaları ve para politikası açısından önemi 4 ana başlık altında toplanmıştır. Bunlar finansal altyapı, gözetim, bilgi ve işlemlerdir²⁷⁸.

Türev ürünler riskten koruma işlevleri sayesinde merkez bankalarının temel hedeflerinden biri olan finansal istikrar sağlama amaçlarına hizmet etmektedir²⁷⁹.

²⁷⁵ Özalp, a.g.e., s. 65.

²⁷⁶ Özalp, a.g.e., s. 66.

²⁷⁷ Özalp, a.g.e., s. 66.

²⁷⁸ Özalp, a.g.e., s. 66.

Merkez bankaları, faydalı olmaları yanında bazı risklere sahip olmaları sebebiyle türev ürünleri denetlemektedir. Piyasaların maruz kaldığı riskleri tespit ederek bunlar için önlem almaya yönelik olan merkez bankalarının bu denetimi piyasaların gelişimine önemli ölçüde hizmet etmektedir²⁸⁰.

Merkez bankaları finansal sistemde oluşacak likidite riskinin ölçülmesinde önemli bir rol üstlenmektedir. Bu nedenle para politikası açısından takip edilmesi gereken noktalardan biri de spot piyasadaki likiditenin türev ürün piyasalarından ne ölçüde etkilendiğidir²⁸¹.

Türev ürün piyasalarının merkez bankaları açısından önem teşkil ettiği başka bir husus da döviz kuru politikası ile ilgilidir. Yapılan araştırmalar türev ürünlerin özellikle sabit döviz kuru rejimi altındaki ülkelerde finansal istikrarı olumsuz yönde etkilediğini ortaya çıkarmıştır²⁸². “Sabit döviz kurunun uygulandığı ekonomilerde merkez bankaları döviz kurunu hem spot piyasada hem de türev piyasalarda önceden kamuoyuna duyurulmuş belirli bir bant içerisinde tutmaya çalışacaktır.” Fakat merkez bankası döviz rezervlerinin uluslararası piyasalardaki döviz işlem hacmine oranla çok az olması sebebiyle merkez bankalarının piyasaya müdahale etme şansı azalır. Teknik olarak sınırsız büyüklüğe sahip olan türev piyasalar ise merkez bankasının müdahalesi için gereken işlem hacmini arttırır²⁸³.

4.2.1.1. Para Politikasında Kullanılan Türev Ürünler ve Kullanılma Nedenleri

Merkez bankaları bazı döviz ve para piyasası araçlarını kullanmak suretiyle döviz kurlarını ve faiz oranlarını etkileyebilirler. Merkez bankalarının bu amaçla kullandıkları döviz piyasası araçları döviz üzerine yazılmış forward, opsiyon ya da swap sözleşmeleri para piyasası araçları ise repo anlaşmalarıdır²⁸⁴.

²⁷⁹ Özalp, a.g.e., s. 66.

²⁸⁰ Özalp, a.g.e., s. 66.

²⁸¹ Özalp, a.g.e., s. 67.

²⁸² Özalp, a.g.e., s. 68.

²⁸³ Özalp, a.g.e., s. 68.

²⁸⁴ Özalp, a.g.e., s. 69.

Bazı gelişmekte olan ölkelerin merkez bankalarının kendi ulusal para birimlerinin dolar karşısında daha sağlam durmasını sağlama gibi sebeplerle türev enstrümanları aktif bir şekilde kullandığı görölmektedir²⁸⁵.

Merkez bankalarının türev piyasalarda işlem gerçekleştirmeleri aşağıdaki temel sebeplere dayandırılmaktadır²⁸⁶.

Piyasaların etkin ve likit hale gelmesi: Finansal piyasalarda türev ürünlerin yeni yeni kullanılmaya başlanmasından dolayı bu piyasalar birçok ölkede derinlik kazanamamışlardır. Bu nedenle de bu tür piyasalarda işlem yapan yatırımcılar yeterli riskten korunma ve riski yönetim araçlarına sahip değildirler. Böyle ortamlarda merkez bankaları yeni finansal enstrümanların çıkartılması ve likiditen artırılması amacıyla türev piyasaların gelişmesi için çaba harcamakta ve piyasada işlem gerçekleřtirmektedir²⁸⁷.

Sabit kur rejimini koruma: Merkez bankaları döviz kurunda meydana gelen dalgalanmaları azaltmak, mevcut kur rejimini veya hedef bandı korumak ve spot piyasalarda spekülasyonun yayılmasını önlemek amacıyla forward ve swap sözleşmeleri gibi türev işlemleri kullanmaktadırlar. Merkez bankasının spot piyasa yerine türev piyasaya müdahalede bulunmasının iki temel sebebi bulunmaktadır. Birincisi, türev piyasaya müdahale ile kur rejimi korunurken para arzı etkilenmemekte ve daha az uluslararası rezerv kullanılmaktadır. “İkincisi ise, türev piyasa müdahalesi, spot döviz piyasalarında aşırı spekülatif atakların söz konusu olduğı ortamlarda bankalar ve aracı kuruluşlar üzerindeki baskıyı hafifletmek açısından kullanılabilmesidir.” Normal zamanlarda bankaların döviz kuru riskinden korunmak amacıyla işlem gerçekleştirecek karşı tarafı rahatlıkla bulabilmelerine rağmen piyasa beklentilerinin aynı olduğı durumlarda karşı taraf bulmanın imkansız olması sebebiyle riskten korunmak mümkün olmayacaktır. Döviz piyasasında gerginliğin yaşanabileceğı bu gibi ortamlarda sabit kuru ya da hedef bandı

²⁸⁵ Özalp, a.g.e., s. 70.

²⁸⁶ Özalp, a.g.e., s. 70.

²⁸⁷ Özalp, a.g.e., s. 70.

korumayı amaçlayan bir merkez bankası yabancı paraya yönelişi durdurmak amacıyla forward sözleşme satacaktır. Böylece spot piyasadaki spekülasyonun yayılmasının da önüne geçilebilecektir²⁸⁸.

Finansal Sistemin İstikrarı İle Döviz Kuru Rejimi arasındaki Uyuşmazlıkların Azaltılması: Finansal sistemin istikrarı ile uygulanan döviz kuru arasındaki uyumsuzluk genelde devalüasyon beklentilerinin arttığı durumlarda ortaya çıkmaktadır. Devalüasyon beklentisi döviz piyasasında baskılara yol açmakta, bankacılık sektöründe likidite sıkışıklığına neden olmakta ve faiz oranları yükselebilmektedir. Merkez bankası yükselen faiz oranları sebebiyle zarara uğrayan bankalara para piyasalarından likidite sağlamaya çalışır. Bankaların fonlanması, “gerçek likidite ihtiyacı olan bankalar ile merkez bankasından sağladığı likidite ile döviz piyasasında spekülasyon yapmak isteyen bankaların ayrımını yapmak” güçleşir. “Bu durumda merkez bankaları fazla likit olmayan türev piyasalara girerek, spot piyasalara ilave bir baskı yaratmaksızın bankalara spekülasyon yapmaları için alternatif bir yöntem sunmayı tercih edebilmektedir”²⁸⁹.

Döviz Piyasalarında İstikrar Sağlanması: Merkez bankaları uluslararası rezerv olarak tuttuğu para cinsi üzerinden satım hakkı opsiyonu yazarak döviz piyasasında otomatik olarak istikrar sağlayabilir. Döviz kurunun değer kazanması durumunda, satım hakkı opsiyonu alanlar opsiyonun kendilerine tanıdığı hakla döviz merkez bankasına satabilirler. Bu durum merkez bankalarına ulusal paranın değer kazandığı durumlarda rezerv biriktirme imkanı sağlayacak ve merkez bankası spot piyasalara müdahale etmek durumunda kalmayacaktır²⁹⁰.

Para Politikası Yönetiminde Alternatif Araçlar Bulunması: Bütçe fazlası veren ya da iç borç tutarının ve borçlanma faizinin düşük olduğu ülkelerde

²⁸⁸ Özalp, a.g.e., s. 70-71.

²⁸⁹ Özalp, a.g.e., s. 71-72.

²⁹⁰ Özalp, a.g.e., s. 72.

ulusal tahvillere dayalı repoları kullanarak piyasalara likidite sağlamak pahalı olabilmektedir. Bu anlamda merkez bankaları döviz swaplarını kullanma yoluna gidebilir ve böylece ulusal likidite yönetiminde geçici bir mekanizma oluşturabilirler. Bu tür işlemler uluslararası rezervlerin seviyesini değiştirmeden ulusal likiditede geçici bir artış sağlarlar.

Ülkemizde para politikasını yönetmekten sorumlu otorite olan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) henüz aktif olarak türev enstrümanları kullanarak para politikasına müdahalede etmemiştir. Fakat yaşanan son finansal kriz, geleneksel para politikası araçlarının özellikle toplam talebi canlandırmada her zaman yeterli olmadığını göstermiştir. Türev ürün piyasalarının daha etkin bir şekilde kullanılması ve para politikası araçlarının çeşitlendirilmesi gerekliliği bu noktada ön plana çıkmaktadır. “Ayrıca, 2001 yılındaki krizin ardından dalgalı döviz kuru sistemini benimseyen ülkemizde döviz kuru riski teorik olarak her zaman mümkündür. Söz konusu riskin yönetilebilir seviyede kalması adına da türev ürün piyasalarında aktif rol alınması önem arz etmektedir”.

4.2.1.2. Para Politikası Açısından Türev Ürün Kullanımının Olası Sakıncaları

Merkez bankalarının türev ürünleri kullanarak piyasalara müdahale etmesi bazı olumsuz sonuçlar da doğurmaktadır. Bunlardan biri piyasalara müdahalenin merkez bankalarının zarar etmesine yol açmasıdır. Ayrıca türev piyasalara çok az bir maliyetle müdahale edilebilmesi önemli politika kararlarının tehir edilmesine de sebep olabilmektedir²⁹¹.

Taylan'da Merkez Bankasının 1996 yılının Ağustos ayında Baht (Tayland'ın yerel para birimi) üzerindeki spekülasyon atakları önlemek amacıyla döviz piyasasında izledikleri yol future piyasalarının para politikası aracı olarak kullanılmasının yol açtığı zararlara güzel bir örnek oluşturmaktadır. Spot döviz piyasalarındaki müdahaleyi sterilize edebilmek amacıyla Merkez Bankası futures piyasalarına girerek işlem yapmıştır. Merkez Bankası spot

²⁹¹ Özalp, a.g.e., s. 73.

piyasada alınan her birim Baht karşılığında future piyasada iki hafta vade ile bir Birim Baht satmıştır. Ancak bu şekilde piyasadaki likidite çekilmesi sadece iki hafta sürmüştür, dolayısıyla bu yöntem, piyasadaki spekülasyonu önlemede uzun vadeli çözüm getirememiştir²⁹².

Para ve kredi kanalı günümüz para politikasının iki temel kanalını oluşturmaktadır. Özellikle kredi kanalı, türev ürünlerin artan kullanımından olumsuz yönde etkilenebilir. Kredi vermek yerine bilanço dışı ürünler olan türev enstrümanları kullanmayı tercih eden bankalar bu sayede kar etmekte ve bazı yükümlülüklerden kaçabilmektedir. Türev işlemler, para politikasında para kanalına yerine sıklıkla kullanılmaya başlanmıştır²⁹³.

Sonuç olarak, merkez bankaları türev ürünlerden para politikası aracı olarak faydalansalar da, söz konusu ürünlerin modern para politikası araçlarının kullanılmasını zorlaştıracı etkisi bulunmaktadır²⁹⁴.

4.2.2. Türev Ürün Piyasalarının Maliye Politikası Açısından Önemi

Türev ürün piyasaları ile maliye politikası arasındaki ilişki iki ana kategoride incelenmektedir.

Özellikle Avrupa'da swap işlemler başta olmak üzere türev ürünlerin mevcut kamu borcunun maliyetini düşürdüğü, ayrıca yeni borçlanma gereksinimini azalttığı belirtilmektedir²⁹⁵. Ancak Piga'nın bu yorumu 2008 yılında başlayan küresel finansal krizin başlamasıyla Yunanistan ve İtalya başta olmak üzere Portekiz, İspanya, ve İngiltere gibi birçok Avrupa ülkesi yüksek borç stoku ile karşı karşıya kalmasıyla tartışmaya açık hale gelmiştir.

²⁹² Özalp, a.g.e., s. 73.

²⁹³ Chiara Oldani, An Overview of the Literature about Derivatives, 2003, s. 5.

²⁹⁴ Oldani, a.g.e., s. 5.

²⁹⁵ Şeyma Akkul, Kamu Borç Yönetiminde Türev Ürün Uygulamalarında Kredi Riski Yönetimi: Ülke Örneklerinin Değerlendirilmesi, (Erişim) <http://www.treasury.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Hazine%20Web/Arastirma%20Yayin/%C3%87al%C4%B1%C5%9Fma%20Raporlar%C4%B1/Kamu%20Bor%C3%A7%20Y%C3%B6netiminde%20T%C3%BCrev%20%C3%9Cr%C3%BCn%20Uygulamalar%C4%B1nda%20Kredi%20Riski%20Y%C3%B6netimi:%20%C3%9Clke%20%C3%96rneklerinin%20De%C4%9Ferlendirilmesi.pdf>, 12 Ağustos 2010.

2001 yılında Goldman Sachs Başkanı Gary Cohn Yunanistan'ın borçlarını yeniden yapılandırmak amacıyla türev ürünleri kullanarak, gelecekte tahsil edilecek gelirleri satarak Yunanistan'ı daha fazla borçlandırmış fakat bu işlemi bilanço dışı kalemlerde göstererek borç yükünün düşük görünmesini sağlamıştır²⁹⁶.

JP Morgan da Goldman Sachs'ın Yunanistan için yaptığı işlemin benzerini faiz swaplerini kullanarak İtalya için gerçekleştirmiştir. Banka İtalya'ya uygun düşük faiz anlaşması sunmuş ve karşılığında ise gelecek yıllarda tahsil edeceği gelirleri satmıştır. Bu sayede İtalya'nın eline borçlanmadan para geçmiş ve yapılan işlem bilanço dışı kalemlerde görünmüştür²⁹⁷.

Son dönemde finansal piyasalarda büyük işlem hacimlerine ulaşan türev ürünlerin bilanço dışı ürünler olması nedeniyle riskin boyutu doğru tespit edilememiş ve bu nedenle risk yönetilememiştir. Riskin boyutunun yeterince anlaşılamamasının bir nedeni de türev piyasaların şeffaf olmamasıdır. Yunanistan'ın gerçekleştirdiği türev işlemlerle gerçek kamu borcunu kamuoyundan gizlemesi, bu noktada tartışılan önemli bir konudur. Teoride kamu borcunun maliyetini azaltan türev ürünlerin uygulamada yaşanan şeffaflık sorunları ve muhasebeleştirmedeki başarısızlık nedeniyle kamu borcu ile olan ilişkisi ayrıntılı analiz edilmelidir²⁹⁸.

Türev ürünlerin kamu maliyesi politikası ile olan bir diğer ilişkisi de vergi sisteminden kaynaklanmaktadır. Finansal piyasalar genel olarak denetimin ve gözetimin yüksek olduğu piyasalar olduğu için bu piyasada işlem yapan oyuncuların (bankalar gibi) reel sektörde olduğu gibi kayıt dışına çıkarak vergi kaçırmaları mümkün gözükmemektedir. Ancak türev piyasalar uygulamada finansal oyunculara kısmen böyle bir imkân tanıyabilmektedir. Bilanço dışı işlem oldukları için izlenmesi de güç olan türev piyasalar sayesinde finans sektöründe faaliyet gösteren tüm oyuncular gerçek

²⁹⁶ Serdar Kaya, Yunanistan ve İtalya Nasıl Bu Kadar Borçlanabildi?, (Erişim) http://www.bilgeekonomist.com/Bilge_Ekonomistler/78/59001/Serdar_Kaya.html , 12 Ağustos 2010.

²⁹⁷ Serdar Kaya, Yunanistan ve İtalya Nasıl Bu Kadar Borçlanabildi?, (Erişim) http://www.bilgeekonomist.com/Bilge_Ekonomistler/78/59001/Serdar_Kaya.html , 12 Ağustos 2010.

²⁹⁸ Oldani, a.g.e., s. 8.

pozisyonunu gizleyebilmekte ve böylece vergi yükümlülüğünü en azından öteleyebilmektedirler²⁹⁹.

Ülkemizde borç yönetiminden sorumlu kurum Hazine Müsteşarlığı (HM) olup, maliye politikasında bu rolüyle önemli bir yer edinmiştir. Hazine Müsteşarlığı 2001 yılından beri uygulanan faiz dışı fazla politikasının sonucu olarak borç yükünü önemli oranda azaltmıştır. Avrupa Birliği tanımlı borç stokunun Gayri Safi Yurtiçi Hasılaya (GSYH) oranı 2002 yılı 73,7 seviyesinden 2009 yılı sonunda 39,5 seviyesine inmiştir³⁰⁰. Söz konusu dönemde aynı zamanda risk yönetimi kapsamında borç stokunun bileşeninde de önemli değişiklikler olmuştur. Sabit faizli borç stokunun payı artarken değişken faizli stokun payı azalmıştır. Aynı şekilde dövize endekli borç stokunun payı azalırken, TL cinsinden borcun payı artmıştır. Bu değişiklikler borç stokunu faiz ve döviz kuru risklerine karşı daha dayanıklı hale getirmiştir. Tüm bu kazanımlar borç stokunun kırılganlığını kısmen azaltsa da Hazine Müsteşarlığı tarafından türev ürün piyasalarında borç yönetimine ilişkin bir işlem yapılmamıştır. Geleneksel faiz dışı fazla vererek düşen borç stoku özellikle kriz dönemlerinde kırılganlığını hala sürdürmektedir. Bu kapsamda türev ürün piyasasında işlem yaparak (özellikle SWAP) Hazine Müsteşarlığının borç stokunu daha az maliyete yönetmesi söz konusu olabilmektedir. Hazine Müsteşarlığı, bu kapsamda çalışmalarını sürdürmekte olup gerekli yasal alt yapı oluştuktan sonra bu tür uygulamalar ile borç stokunun yönetiminde yeni enstrümanlara kavuşmuş olacaktır.

4.3. TÜREV ÜRÜN PİYASALARI İLE SPOT ÜRÜN PİYASALARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Spot piyasalar, reel ekonominin tasarruf yatırım dengesinin oluşmasında aracı rolü üstlenirken aynı zamanda türev ürün piyasalarının da temelini oluşturmaktadır. Dolayısıyla türev ürün piyasaları ile spot piyasalar

²⁹⁹ Oldani, a.g.e., s. 8.

³⁰⁰ (Erişim) <http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonymous> (Hazine Müsteşarlığı), 05 Ağustos 2010.

arasında bir ilişki mevcuttur. Bu ilişki sadece spot piyasadan türev piyasalara doğru olmayıp çift yönlü bir ilişkidir. Spot piyasadaki gelişmeler türev ürün piyasalarını etkilerken, türev ürün piyasasındaki gelişmeler de spot ürün piyasalarına etkide bulunmaktadır³⁰¹.

Türev piyasaların spot piyasayı ne şekilde etkilediği konusu finans literatüründe sürekli bir ilgi odağı olmuş türev araçların spot piyasanın etkin çalışması üzerine olumlu ve olumsuz etkileri gerek piyasa katılımcıları gerekse düzenleyici otoriteler tarafından yoğun olarak tartışılmıştır³⁰².

Dünya genelinde spot piyasalar ve türev ürün piyasaları arasındaki ilişki incelendiğinde genel olarak spot piyasalarda işlem gören varlıkların gerçek değerlerinin belirlenmesinde türev ürün piyasalarının etkisi olduğu belirtilmektedir. Fakat iki piyasa arasındaki ilişki basit önermelerle açıklanamayacak derecede karışıktır³⁰³.

İki piyasa arasındaki ilişki bir takım finansal formüller aracılığı ile de ifade edilmektedir. Formülle hesaplanan teorik türev ürün fiyatı bu piyasada oluşan türev ürün fiyatından farklı olduğu zaman yatırımcılar “türev piyasa ile spot piyasa arasında her iki piyasada birbirine ters yönlü pozisyon alarak arbitraj yapma olanağına kavuşacaktır. Arbitraj olanağı, her iki piyasada da fiyatlar teorik seviyesine geri dönene kadar devam edecektir.” Bir diğer deyişle, türev piyasalarda gözlemlenen bir değişiklik spot piyasayı da etkileyecektir³⁰⁴.

Spot piyasa ve türev piyasalar arasındaki ilişkiyle ilgili iki önemli görüş bulunmaktadır. Konuyla ilgili ilk görüş türev piyasaların “spot piyasayı olumlu yönde etkilediği, fiyat oynaklığını azalttığı, bilgisel etkinliği arttırdığı, alım-satım marjlarını daralttığını” savunmakta diğer görüş ise bunun tersi olarak spot piyasaların türev piyasalardan olumsuz etkilendiğini, türev piyasaların spot piyasa üzerinde, volatilitiyi arttırdığını ve likiditeyi azalttığını öne sürmektedir. Bu iki görüşün sentezi olan bir başka görüşte ise türev işlemlerin spot piyasadaki volatilitiyi ancak bununla beraber spot piyasalara bilgisel

³⁰¹ Özalp, a.g.e., s. 62.

³⁰² Dikmen, a.g.e., s. 22.

³⁰³ Dönmez, Yılmaz, a.g.m., s.55.

³⁰⁴ Özalp, a.g.e., s. 62.

etkinliğin geldiği belirtilmektedir³⁰⁵. Fakat türev işlemlerde sözleşmeye konu olan varlığın gelecekteki spot fiyata göre teslim edilme esasına dayalı olması nedeniyle vadeli fiyatların spot piyasadaki fiyatları belirlediği finans literatüründeki genel görüştür³⁰⁶.

Türev ürün piyasalarında gözlemlenen gelişmelerin spot piyasalardaki fiyat değişimlerini nasıl etkilediği, özellikle fiyat dalgalanmaları yoluyla bu piyasaların istikrarını bozup bozmadığı araştırmalara konu olmuştur. Bazı gelişmekte olan ülkelerdeki finansal otoriteler döviz dayalı vadeli işlemlerin spot döviz piyasasında istikrarsızlığa yol açarak Merkez Bankaları tarafından uygulanan döviz kuru politikalarını sarsacağı endişelerini taşımaktadır³⁰⁷.

Spot ve türev ürün piyasaları teorik olarak birbirine bağlı olmakla beraber iki piyasa arasında nedensellik ilişkisi bulmak zordur. Bir diğer deyişle, türev ürün piyasalarındaki değişimlerin türev ürün piyasalarındaki değişime mi neden olduğu veya tersi mi olduğu amprik olarak bulunması zor bir olgudur³⁰⁸.

Türev piyasalar ile spot piyasa etkileşimi konusunda yapılmış çok sayıda çalışmanın bulgularının derlendiği bir çalışmada türev piyasaların spot piyasaların mikro yapısını iyileştirdiği sonucuna ulaşılmıştır³⁰⁹.

Vadeli işlem sözleşmelerinin spot piyasa oynaklığı üzerindeki etkilerini amprik olarak ölçmek için spot piyasa oynaklığının vadeli işlemlerin başlamasından önce ve sonrasında karşılaştırıldığı bir çalışmada, oynaklığa sebep olan diğer faktörler de dikkate alınmıştır. Yapılan bu analiz kesin bir sonuç ortaya koyamamıştır. Öte yandan bu tür çalışmalarda ele alınan dönem ve bu dönemdeki piyasalardaki genel bir oynaklık da dikkate alınmalıdır. Şayet piyasalarda genel bir oynaklık söz konusu ise spot piyasa oynaklığını türev piyasalardaki oynaklıktan kaynaklandığını iddia etmek

³⁰⁵ Dönmez, Yılmaz, a.g.m., s.55.

³⁰⁶ Zeynel, a.g.e., s. 6.

³⁰⁷ Özalp, a.g.e., s. 63.

³⁰⁸ Özalp, a.g.e., s. 63.

³⁰⁹ Vedat Akgiray, "Finansal Yeniliklerin ve Risk Yönetiminin Ekonomik Kalkınmaya Katkıları", **İMKB Dergisi**, Yıl 2, Sayı 5, 1998, s.11.

doğru olmayacaktır. Zira her iki piyasanın da oynaklığını aynı anda artıran başka faktörler bulunmaktadır³¹⁰.

Konuyla ilgili bir diğer görüş ise, vadeli piyasa işlemlerinin, endeks arbitraj işlemleri kanalıyla spot piyasa oynaklığını etkilediği, “endeks arbitraj işlemlerinin piyasa derinliğini artırdığı, günlük fiyat hareket limiti, işlemlerin doldurulması gibi düzenlenmelerin vadeli piyasa-spot piyasa bağlantısını zayıflatacağı” yönündedir³¹¹.

Konuyla ilgili gerçekleştirilen bir başka çalışmada da türev araç kullanan Meksika, Brezilya ve Macaristan’da spot ve vadeli döviz piyasaları arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bulunan sonuçlara göre her iki piyasa arasında güçlü bir bağ bulunmaktadır. Ancak, bir işlem gününü geçen süreçlerde her iki piyasanın genellikle spot döviz kurlarının hareketine göre belirlendiği belirtilmektedir. Aynı zamanda türev ürün sözleşmelerinin kullanımının spot döviz piyasasındaki istikrarı bozmadığına dair bulgular elde edilmiştir³¹².

Türev ürün piyasaları ve spot ürün piyasaları arasındaki ilişkiyle ilgili bir başka görüş vadeli işlemlere başlanmasıyla beraber spot piyasa volatilitesinin azaldığı ve future piyasalarının spot piyasa fiyatlarını belirlediğidir³¹³.

Ülkelerin spot piyasa ve türev piyasaları arasındaki ilişki, o ülkenin ekonomik gelişmişlik düzeyi, sermaye piyasası derinliği gibi faktörlere bağlı olarak çeşitlilik gösterir³¹⁴.

Türkiye’de türev piyasaların yeterli derinliğe sahip olmamaları nedeniyle konu ile ilgili yapılan çalışmalarda vadeli işlemlerin piyasalara hangi yönde etki ettiğini belirlemek zordur. Zira derinliği olmayan bir

³¹⁰ Kürşat Aydoğan, “Spot ve Vadeli İşlem Piyasaları İlişkisi Üzerine Bir Not”, **İMKB Dergisi**, Cilt 2, No 5, 1998, s.15-22.

³¹¹ Dikmen, a.g.e., s. 22.

³¹² Özalp, a.g.e., s. 64.

³¹³ Oral Erdoğan, Murad Kayacan, “Finansal Türevlere Ne zaman Başlanmalı? İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Örneği”, **İMKB Dergisi**, Cilt 2, No 5, 1998, s. 33.

³¹⁴ Dikmen, a.g.e., s. 22.

piyasanın verilerine dayanarak yapılan çalışma sonuçları gerçeği yansıtmayabilir³¹⁵.

Sonuç olarak şunu söylemek mümkündür ki, her iki piyasa birbiriyle ilişkilidir ve makul sınırlar içinde birlikte hareket etmektedirler. Çünkü iki piyasa arasında büyük farklılıkların olması yatırımcılar için arbitraj imkânı doğurmakta ve bu sayede iki piyasa arasındaki fark tekrar eski seviyesine dönmektedir.

4.4. TÜREV ÜRÜNLERİN TAŞIDIKLARI RİSKLER VE FİNANSAL KRİZ DÖNEMLERİNDEKİ ROLÜ

Riski dağıtma ve azaltma fonksiyonları ile gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarını etkileyen finansal türev piyasalar bir takım riskler de taşımaktadır. Teknolojinin gelişimiyle beraber spekülative işlemlerin kontrolsüz bir şekilde yayıldığı türev piyasalar finansal sistemde mevcut bulunan “risklerin çoğalmasına, kriz dinamiklerinin tetiklemesine sebep olabilmekte ve krizlerin bulaşıcı hastalık gibi yayılmasında taşıyıcı görevi üstelenebilmektedir”³¹⁶.

Özellikle türev ürünlerin yanlış kullanımı, piyasa düzenlemelerinin eksik ve verimli olmaması ve “vergilendirme yoluyla sermaye kontrollerinin bulunmadığı liberal piyasalar kriz ortamlarına ve krizlerin etki alanlarının genişlemesine zemin hazırlamıştır”³¹⁷.

Finansal piyasalar ve mal piyasalarında en gelişmiş piyasa ürünü olduğu belirtilen türev piyasalarda ortaya çıkabilecek riskler, spot piyasalara kıyasla çok daha büyük boyutta etkiye ve sorunlara neden olabilecek niteliktedir. Bu nedenle türev piyasalarda yaşanacak aksaklıkların bütün finansal sistemi etkileyebilecek bir risk ortamı oluşturmaması için gereken hukuki, kurumsal ve teknik düzenlemelerin yapılması gerekir³¹⁸.

³¹⁵ Yalçın, a.g.e., s. 159.

³¹⁶ Yalçın, a.g.e., s. 173.

³¹⁷ Yalçın, a.g.e., s. 174.

³¹⁸ Muratov, a.g.e., s. 68.

Son zamanlarda yaşanan ‘Banker Trust, Metallgesellschaft, Orange Country, Barings ve Long Term Capital Management’ örnekleri bizlere türev piyasaların dikkatli kullanılmadığı ve kurum içinde etkin bir denetim mekanizmasının bulunmadığı durumlarda sanayi şirketleri, ticari firmalar gibi profesyonel yatırımcıların da bu piyasalarda büyük kayıplarla karşılaşabileceğini göstermektedir³¹⁹.

Türev piyasalarda ortaya çıkan aksaklıkların gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin nedeni olmadığı fakat krizin etkilerini derinleştirdiği de üzerinde fikir birliğine varılan konulardan biridir³²⁰.

IMF (2002) tarafından yapılan bir çalışmada ise son dönemde yaşanan 1994 Meksika Krizi, 1997-1998 Asya krizleri, 1998 Rusya krizi ve 2000-2001 Arjantin krizleri analiz edilerek, türev piyasalarının denetim zayıflığından dolayı “kriz zamanlarında sermaye çıkışını, oynaklığı ve varlık ile döviz piyasalar arasındaki ilişkiyi artırarak kriz dinamiklerinin tahmin edilebilirliğini azalttığı sonucuna ulaşılmıştır”³²¹.

Yapıları itibariyle yüksek kaldıraç unsuruna sahip olan türev ürünler bu özellikleri sayesinde bankalara yüksek kar oranı sağlamış ve bu da bankaların daha çok kazanmak için daha fazla işlem yapılmasına neden olmuştur. Bu durum beklenenin üstünde bir finansal bollaşma oluşturmuş ve yeni risklerin oluşmasına zemin hazırlamıştır³²².

Amerika Birleşik Devletleri’nde başlayan ve tüm dünyayı etkisi altına alan finansal krizin yayılmasında türev ürünlerin kullanımından kaynaklanan yanlışlıklar ve bu ürünlerin denetiminde yaşanan eksikliklerin önemli yeri olduğu düşünülmektedir³²³.

Türev ürün piyasalarının kullanımında yapılan genel yanlışlar aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

³¹⁹ Muratov, a.g.e., s. 69.

³²⁰ Yalçın, a.g.e., s. 174.

³²¹ Yalçın, a.g.e., s. 174.

³²² Cantürk Kayahan, “Finansal Türevler: Efsaneleri ve Algılanma Hataları”, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt 16, Sayı 1, 2009.

³²³ Yalçın, a.g.e., s. 175.

4.4.1. Spekülatif Amaçlı Aşırı Kullanımı

Türev ürünlerin spekülatif amaçlı aşırı şekilde kullanılmaları piyasalarda olumsuzluk yaratabilmektedir. Aşırı spekülatif hareketler beklentilerin bir anda tersine dönmesiyle bankaların zarar yazmasına ve hatta iflas etmesine yol açabilmektedir. Düzenleyici ve denetleyici kurumların bu piyasalardaki işlemleri yeterince izleyememesi ve gerektiği zaman yaptırım uygulayamaması bu zararın en temel sebebi olarak gösterilmektedir³²⁴.

4.4.2. Türev Ürünlerin Denetim Dışı İşlem Görmesi

Türev ürünlerin karmaşık bir yapıya sahip olması söz konusu ürünlerin denetlenmesini zorlaştırmakta ve piyasanın kontrolsüz bir şekilde gelişmesine yol açmaktadır. Bugün gerek merkez bankaları, gerek diğer düzenleyici idareler hatta ISDA'nın bile türev piyasaları tamamen gözetleme ve denetleme fonksiyonu gelişmiş değildir. Finansal piyasaların genel olarak sıkı denetlenmesi ancak bu alanda yeterli denetim mekanizmasının bulunmaması bu piyasaların kontrolsüz gelişmesinde en önemli etken olmaktadır³²⁵.

4.4.3. Türev Ürünlerin İşlem Hacminin Oldukça Büyük Tutarlara

Ulaşması

İşlem maliyetlerinin az olması ve likiditeyi artırmaları türev ürünlerin kullanımında bir artışa sebep olmaktadır. Söz konusu artış ilk bakışta piyasanın gelişmesi adına olumlu yorumlansa da artışın boyutlarının nereye varacağı ve arkasında yatan tehlikelerin göz ardı edilmemesi gerekmektedir. Özellikle Lehman Brothers gibi kuruluşların iflasından sonra olası iflasların ve bunların yaratacağı domino etkisinin ortaya çıkması halinde bu etkinin

³²⁴ Yalçın, a.g.e., s. 176-177.

³²⁵ Yalçın, a.g.e., s. 176-177.

sınırlarının takip edilebilmesi açısından piyasanın ulaştığı büyüklüğün analizi önem kazanmaktadır³²⁶.

4.4.4. Türev Ürünlerin Bilançoda Gösterilmemesi

Türev ürünlerin bilançoda nazım hesaplarda gösterilmesi deneyimli uzmanların bile bir kuruluşun aldığı riskin boyutunu farkedememesine sebep olmaktadır. Ayrıca bazı kuruluşların mali tablolarında gerekli dipnotlara yer vermemesi de risk ölçümünde eksiklik yaratmaktadır. Raporlamadan kaynaklanan bu gibi aksaklıklar yatırımcıların türev ürünlerden kaynaklanabilecek riskin gerçek boyutlarını görememesine sebep olmaktadır³²⁷.

4.4.5. Türev Ürünlerin Az sayıdaki Piyasa Katılımcısında Yoğunlaşması

ABD’de bankalarda tutulan türev ürünlerin %97’sine önde gelen beş önemli banka olan JP Morgan Chase, Citibank, Bank of America, Wachovia ve HSBC sahiptir. Türev ürünlerin piyasanın belirli bir kesiminde yoğunlaşması riskin de bu bankalarda yoğunlaşmasına deden olmaktadır. Ayrıca FIA verilerine göre bankalara mevcut varlıklarının kat kat üzerinde türev ürüne sahip olmaktadır. Böyle bir durumda, türev ürünlerden doğacak olası riskleri karşılamakta varlıklar yetersiz kalmaktadır³²⁸.

4.4.6. Türev Ürünlerin Riskten Kaçınmak İçin Kullanılmalarına Rağmen Risksiz Araç Olmamaları

Türev ürün piyasalarında en sık gözlemlenen yanlışlardan biri de bunların tamamen risksiz yatırım aracı olarak görülmeleridir. Türev ürün

³²⁶ Yalçın, a.g.e., s. 177-178.

³²⁷ Yalçın, a.g.e., s. 178.

³²⁸ Yalçın, a.g.e., s. 179.

piyasalarında taraflardan biri risk alırken diğeri riskten kaçınmaktadır. Dolayısıyla türev ürünler tamamen risksiz bir yatırım aracı değildir. Bu çerçevede yatırımcıların yeterli bilgilendirilmeleri büyük önem taşımaktadır³²⁹.

Finansal türev ürünlerle ilgili riskler, geleneksel finansal ürünlerden farklıdır. Çünkü bu ürünler çok daha kompleks özellikler taşırlar.

Türev piyasaların yapısı ve işleyişine bağlı olarak ortaya çıkan türev ürünlerle ilgili riskler yansıyan riskler, yapısal riskler, tahmin ve algılama riskleri olmak üzere üç ana grupta incelenebilir³³⁰.

4.4.6.1. Yansıyan Riskler

“Bu riskler, finansal türev piyasalarında bir pozisyon almaktan kaynaklanan karışık bir etkileşim sonucu oluşmaktadır. Yansıyan riskler genellikle diğ er piyasalarda meydana gelen değişikliklerin finansal türev piyasasına yansması sonucunda ortaya çıkmaktadır”³³¹.

4.4.6.1.1.Piyasa Riski

Piyasa riski, mevcut bulunan pozisyonda gerçekleşen fiyat değişimleriyle ortaya çıkan potansiyel kayıplar olarak tanımlanmaktadır.

Devamlı değişen bir özellik gösteren piyasa riskinin ortaya çıkaracağı olumsuzlukların önlenmesi için riskin izlenmesi ve ölçülmesi gerekmektedir³³².

Söz konusu riskin tanımlanmasında ilgili çevrelerin ortak bir görüşte birleşmemeleri nedeniyle, riskin algılanmasında farklılıklar yaşanmakta ve bu nedenle piyasa riski az ya da aşırı olarak hesaplanmaktadır. Piyasa riski tanımlanmasında ortak bir görüşe varıldığı oranda risk daha net

³²⁹ Yalçın, a.g.e., s. 178.

³³⁰ Güven Sayılğan, “Finansal Türev Piyasalarındaki Riskler”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt:53, Sayı:1, 1998, s. 281.

³³¹ Sayılğan, a.g.m., s. 281-282.

³³² Sayılğan, a.g.m., s. 284.

belirlenebilecek ve “finansal türev piyasalarında ortaya çıkan piyasa riskinin yönetilmesi daha rasyonelleşecektir”³³³.

4.4.6.1.2.Sistematik Riskler

Sistematik risk, “finansal sistemin herhangi bir aşamasında ortaya çıkan risklerin (çoğunlukla ödememe riski) finansal sistemde yaygın ve riskli bir ortamın doğmasına neden olması” olarak tanımlanmaktadır³³⁴.

Finansal türev piyasalarda ödemede yaşanan sorunlar ve bu nedenle meydana gelen sıkışma piyasanın genelini etkileyen bir risk ortamı oluşturduğunda sistematik risk ortaya çıkmaktadır³³⁵.

Borsada yatırımcılara aracılık eden kuruluşların müşterilerinin ödememe risklerini sürekli analiz edip güncelleyerek herhangi bir ödememe durumunun ortaya çıkması halinde oluşacak nakit ihtiyacını kısmen de olsa karşılayabilecek bir pay ayırmaları sistematik riskin etkilerinin en aza indirilmesi için gereklidir³³⁶.

Sistematik risk finansal türev piyasalardan olduğu gibi nakit piyasalardan da kaynaklanabilir. Nakit piyasalarda dolaşımda olan paranın sözleşme tutarında, türev piyasalarda ise sözleşme tutarından az olması nedeniyle sistematik riski oluşturan krizin kısa süreli olması türev piyasalara nakit piyasalara kıyasla daha az zarar verir. Ayrıca türev piyasalarda ödemelerin belli tarihlerde yapılması ve sürekli olmaması nedeniyle tüm ödeme dönemlerini içine almayan bir krizde türev piyasaları daha az etkilenir. Ancak uzun süreli bir kriz durumunda türev piyasalar ve diğer piyasalar arasında hangisinin daha çok etkilendiği ile ilgili bir kıyaslama yapılamaz³³⁷.

³³³ Sayılğan, a.g.m., s. 284.

³³⁴ Sayılğan, a.g.m., s. 285.

³³⁵ Sayılğan, a.g.m., s. 285.

³³⁶ Sayılğan, a.g.m., s. 285.

³³⁷ Sayılğan, a.g.m., s. 286.

4.4.6.2. Yapısal Riskler

“Yapısal riskler, finansal türev işlemleri veya finansal türev piyasalarının riskleri denildiğinde ilk akla gelen risklerdendir. Çünkü bu konuda yapılan çalışmalarda ve araştırmalarda riskler çoğunlukla bu çalışmada yapısal riskler grubunda toplanılan riskler olarak ele alınmaktadır”³³⁸.

4.4.6.2.1. Kredi Riski

Kredi riski, finansal türev işlemi gerçekleştirmiş iki taraftan birinin anlaşma koşullarına bağlı kalmaması durumunda anlaşmadaki diğer tarafın karşılaşılabileceği kayıplar anlamına gelmektedir. Bu risk, sadece finansal türev işlemlerde değil herhangi bir ticaret ilişkisinde de ortaya çıkabilmektedir³³⁹.

“Kredi riski ile ilgili bir diğer sorun da, kredi riskinin statik bir pozisyona göre tanımlanmasından kaynaklanmaktadır. Oysa kredi riski, finansal türev piyasalarının yapısına uygun olarak, dinamik bir süreç esas alınarak saptanabilir. Bu amaçla; senaryo analizi ve simülasyon gibi yöntemlerden yararlanılabilir”³⁴⁰.

Finansal türev işlemlerde kredi riskinin ortaya çıkmasıyla, işlemten beklenen yarar sağlanamayabilir, hatta bazen bu risk zarara neden olabilir. Bu nedenle işlemten beklenen yararın elde edilebilmesi için kredi riskinin “takas odası, her gün hesaplama (Daily marking-to-market), swap anlaşmalarında karşı tarafın kredi değeri yüksek olandan seçilmesi gibi” uygulamalarla en aza indirilmesi gerekir³⁴¹.

³³⁸ Sayılğan, a.g.m., s. 286.

³³⁹ Sayılğan, a.g.m., s. 286.

³⁴⁰ Sayılğan, a.g.m., s. 286.

³⁴¹ Sayılğan, a.g.m., s. 287.

4.4.6.2.2. Likidite Riski

Likidite riski, finansal türev işlem sözleşmesinin piyasada alımı-satım işleminin gerçekleşme süresinin uzama olasılığını belirtir³⁴².

Likidite riskinin belirlenmesinde sürenin dışında maliyet değişkeni de büyük önem taşımaktadır. Yüksek maliyet gerektiren bir finansal türev işleminin likiditesinin, düşük maliyetli bir işleme göre daha az olduğu söylenebilir. Finansal türev piyasaların likit olduğunun göstergesi yatırımcıların gelişmelere göre kısa sürede pozisyonlarını ayarlayabilmeleridir. Finansal türev işlemlerin likiditesinin yüksek olması durumunda yatırımcılar kolaylıkla alım satım yapabilirler. Bu durum likidite riski priminin düşük olmasını sağlayarak piyasanın çekiciliğini artırır³⁴³.

Finansal türev piyasalardaki bir ürünün “cari sözleşme sayısı, alım satım fiyatları arasındaki fark, işlem maliyetleri, piyasaların rekabet koşulları ve işlem hacimleri” ile likidite hesaplanabilir³⁴⁴.

4.4.6.2.3. İşlem Riski

“İşlem riskleri finansal türev işlemler sırasında bilgi eksikliği ve sonucunda oluşan uygulama hatalarının beklenmedik kayıplara neden olması olasılığı” olarak tanımlanabilir³⁴⁵.

Finansal türev işlemler sırasında ortaya çıkan işlem risklerini azaltmak için piyasada meydana gelen değişiklikler izlenerek analiz edilmeli ve yorumlanmalı ayrıca alınacak pozisyonların bu değişikliklere uygunluğu kontrol edilmelidir³⁴⁶.

³⁴² Sayılğan, a.g.m., s. 287.

³⁴³ Sayılğan, a.g.m., s. 287.

³⁴⁴ Sayılğan, a.g.m., s. 288.

³⁴⁵ Sayılğan, a.g.m., s. 289.

³⁴⁶ Sayılğan, a.g.m., s. 290.

4.4.6.2.4. Acente Riski

Fonu yöneten kişiler her zaman o fonun sahibi olmayabilirler. Acente riskleri fonu yöneten kişilerin, fonun sahibi olmadıkları durumlarda kendi menfaatlerini fon sahiplerinin menfaatlerinden ön planda tutması durumunda ortaya çıkmaktadır. Finansal türev piyasalarda yaşanmış bazı olaylar acente risklerinin finansal türev piyasalarında önemli bir risk kategorisi olarak ele alınmasının gerekliliğini ortaya koymaktadır. Bu olaylardan biri 1992 yılında Barings Brother Bankası Singapur şubesinde çalışan, banka adına ve hesabına işlem yapma yetkisine sahip Nick Leeson'ın 252 yıllık bir bankanın batmasına neden olabilecek kadar büyük bir zarara (541 Milyon £) ortaya çıkmasına neden olmasıdır³⁴⁷.

“Finansal türev piyasalarında yapılan işlemlerin bir iç kontrol sistemi dâhilinde izlenmesi ile fon yönetimi yapan şirketlerin muhasebe sistemleri arasında bir ilişki vardır. Bu ilişki nedeniyle finansal türev işlemlerine ilişkin muhasebe standartlarının geliştirilmesi ve uygulanması iç kontrol sisteminin etkinliğini artıracaktır”³⁴⁸.

4.4.6.2.1. Yasal Riskler

“Finansal türev işlemlerinin istenilen yasal sonuçları doğuramayacak şekilde veya yanlış bir sonuç doğacak şekilde düzenlenmesiyle ortaya çıkan risklerdir”³⁴⁹.

Yasal riskler genellikle, yatırımcıların ihtiyaçlarına göre çok çeşitli ve farklı içeriğe sahip sözleşmelerin ve bazı zamanlarda karmaşık ve çok sayıda işlemin gerçekleştiği tezgah üstü piyasalarda ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle söz konusu piyasalarda yapılabilecek işlemlerin olası etkilerinin açıklanması

³⁴⁷ Sayılğan, a.g.m., s. 290.

³⁴⁸ Sayılğan, a.g.m., s. 290.

³⁴⁹ Sayılğan, a.g.m., s. 291.

ve bilgi eksikliği söz konusu ise gerçekleştirilecek sözleşmelerin “deneyimli uygulamacıların, hukukçuların görüşleri alınarak düzenlenmesi gerekir”³⁵⁰.

4.4.6.3. Tahmin ve Algılama Riskleri

Tahmin ve algılama risklerine, genel olarak bilgilenme eksikliği veya yanlışlığının neden olduğu ve bu risklerin oluşmasındaki en büyük nedenin “muhasabe uygulamalarının finansal türev piyasalarının amaçlarına uygun bilgi üretememesi ve kısmen de olsa bu amacı gerçekleştirmeye yönelik uygulamaların yaygınlaşmaması” olduğu belirtilmektedir. Farklı ülkeler ve piyasalarda farklı muhasabe uygulamalarının olması tahmin ve algılama risklerini ortaya çıkarmaktadır³⁵¹.

³⁵⁰ Sayılğan, a.g.m., s. 291.

³⁵¹ Sayılğan, a.g.m., s. 291

SONUÇ

Ekonomi politikalarını para ve maliye politikası olarak temelde iki ana kategoriye ayırdığımızda her iki politikayı da yakından ilgilendiren en önemli sektör finans sektörüdür. Finans sektörü oyuncularının reel sektör firmaları, bireyler, finans sektöründeki oyuncular ve devletin bizatihi kendisi olması da sektöre özel bir önem kazandırmaktadır.

Ekonomi politikalarını bu denli yakından ilgilendiren finans sektörü tarihte görülen birçok krizin ortaya çıkmasında ve gelişmesinde de önemli rol oynamıştır. Bu durum bu sektörün diğer sektörlerle oranla daha sıkı gözetim altına alınmasını ve denetlenmesini de beraberinde getirmiştir. Finans sektörünün sıkı denetim altına alınması bu piyasada işlem yapanların yenilikçiliğini de tetiklemiştir. Sıkı denetim altında kar marjlarını genişletmek isteyen firmalar teknolojik gelişmenin de nimetlerini kullanarak yeni ürünler geliştirmede bir hayli tecrübe kazanmışlardır.

Finansal yeniliğin son ürünü olan türev ürün piyasaları özellikle 2000'li yılların başından itibaren hızlı bir gelişme göstermiştir. Bu dönemde uluslararası sermaye piyasalarında gözlemlenen işlem hacmi ve likidite artışı türev ürün piyasalarının gelişmesine önemli katkıda bulunmuştur.

Türev ürünlerin kullanılmasının finansal derinliğe katkıda bulunduğu, sermaye piyasalarını geliştirdiği ve böylece ekonomik kalkınmaya hizmet ettiği aşîkardır. Ayrıca söz konusu piyasalar maliye ve para politikalarının uygulanmasında da etkili olmaktadır.

Ülkemiz açısından bakıldığında vadeli işlemlerin geçmişi hem çok yeni, hem de henüz istenilen düzeyde değildir. Bu durum esasında ülkemizdeki sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ile açıklanabilmektedir. Türev ürünler ülkemizde ilk olarak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmüş olmasına rağmen bu anlamdaki ilk organize piyasa 2005 yılında İzmir'de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. adıyla kurulmuştur. Bu borsanın kurulmasıyla ülkemizde de türev ürün işlem hacminde önemli artış olmuştur.

Türev ürünler finansal sistemde aracılık maliyetlerini azalttığı, sermaye piyasalarını tamamladığı gibi para ve maliye politikalarında da kullanılmaktadır.

Para politikaları açısından finansal sektörün önemi özellikle sektörün istikrarında yatmaktadır. Finansal sistem ne kadar istikrarlı ise para politikaları da o denli etkin bir şekilde uygulanabilmektedir. Finansal sistemin istikrarını kaybettiği dönemler ise para politikası açısından zorlu dönemler olarak nitelendirilmektedir.

Türev ürün piyasaları ise içinde barındırdığı risk dağıtma mekanizması ile finansal istikrara katkıda bulunmaktadırlar. Ancak teorik olarak doğru gibi görülen bu durum zaman zaman finansal istikrarsızlığa da yol açabilmektedir. Burada üzerinde durulması gereken temel nokta türev ürünlerin hangi koşullarda finansal istikrarı zedelediğidir. Temel prensip olarak türev piyasalar finansal istikrara hizmet etse de iki temel sebepten dolayı türev ürün piyasaları finansal istikrarı zedelemektedir. Bunlardan birincisi türev ürünlerin bilanço içinde takip edilemeyeşinden dolayı şeffaflığının az olması ve risklerinin iyi tespit edilip düzenlenememesidir. Bir diğeri de türev ürünlere dayalı türev ürünlerin çıkartılarak zaten karmaşık olan yapının daha da karmaşık hale getirilmesi ve işlem yapan oyuncular dahil olmak üzere düzenleyici otoritenin düzenleme yapma kabiliyetinin azalmasıdır.

Bu tespitten hareketle, ülkemiz için türev ürünlerin gelişmesi ve finansal istikrar ile para politikasına yardımcı olması için bu piyasaların çok titiz bir şekilde izlenmesi, bilanço içine alınmasa bile bilanço dışında getireceği risklerin iyi analiz edilmesi gerektiğini söyleyebiliriz.

Türev ürün piyasalarının para politikasına etkisi sadece finansal istikrar ile sınırlı kalmamaktadır. Özellikle Avrupa ülkeleri başta olmak üzere birçok ülkede türev ürünler piyasadaki likiditenin düzenlenmesi amacıyla yoğun bir şekilde kullanılabilmektedir. Geleneksel para politikası araçlarının yanına yeni bir araç olarak türev ürün piyasalarında işlem yapılması merkez bankalarının elini kuvvetlendirmektedir. Merkez bankaları hem likiditeyi hem de döviz kuru politikalarını yönetebilmek amacıyla türev ürün piyasalarında işlem yapmaktadırlar. Ülkemizde henüz merkez bankası türev ürün

piyasalarında işlem yapmamasına rağmen böyle bir opsiyonun bulunması bile merkez bankasının elini güçlendirmektedir. Zira ülkemizde 2000'li yılların başından beri dalgalı döviz kuru uygulanmakta ve dövizdeki olası dalgalanmaların likiditeyi olumsuz etkilemesi ihtimali her zaman mevcuttur. Ancak merkez bankası bu piyasalara oyuncu olarak girerken konuyu enine boyuna iyi analiz etmeli ve piyasaya müdahalesinin sonuçlarını önceden iyi kestirebilmelidir. Bunun için de önemli bir veri tabanının olması ve türev ürün piyasalarının bu veri tabanı dâhilinde iyi analiz edilmesi gerekmektedir. Aksi bir durumda Tayland'da olduğu gibi piyasaya müdahil olunması para politikası açısından bir fayda sağlamayacaktır.

Türev ürün piyasalarının ekonomi politikalarında gösterdiği bir diğer alan ise maliye politikasıdır.

Türev ürünler maliye politikasında iki kategoride kullanılmaktadır. Bunlardan birincisi ülkenin kamu borcunun maliyetinin azaltılması, borç yükünün düşürülmesi amacıyla bu piyasalarda işlem yapılmasıdır. Dünyada bu maksatla türev ürün piyasalarını kullanarak borç yükünü azaltan ülkeler olsa da bu yaklaşıma ihtiyatlı kalmakta fayda görülmektedir. Avrupa'da Yunanistan, İtalya gibi borç stoku yüksek ülkelerde türev ürünler bu amaçla kullanılmıştır. Ancak 2008 yılında başlayan küresel finans krizi ile birlikte bu Yunanistan başta olmak üzere İspanya, Portekiz, İtalya ve İngiltere'nin borç stokları ve kamu açıkları ciddi biçimde artış göstermiştir. Bu durum türev ürünlerin kullanılmasını da sorguya çekmiştir.

Ülkemizde borç yönetiminden sorumlu olan kuruluş olan Hazine Müsteşarlığı, borcun maliyetini azaltmak için türev ürün piyasalarında herhangi bir işlemde bulunmamıştır. Avrupa'daki borç sorunuyla uğraşan birçok ülke ile kıyaslandığında bu durum bir avantaj olarak da anlaşılmaktadır. Ülkemizde borç stoku ve borçlanma maliyetleri 2001 krizinin ardından hızla düşürülmüştür. Bu düşüşte türev ürünlerin bir katkısı olmayıp, düşme tamamen yüksek büyüme ve mali konsolidasyondan kaynaklanmıştır.

Ülkemizde kamu borç stokunun maruz kaldığı riskleri azaltmak veya koruma altına almak (hedge etmek) amacıyla türev ürün piyasalarında işlem yapılmaması kriz esnasında işimize yaramış olmakla beraber toparlanmanın

başlamasıyla beraber bu uygulama da ülkemiz için düşünülebilir. Ancak burada dikkat edilmesi gereken en temel husus kamu borcunun maruz kaldığı riski korumak için bu riskin başka alanlara ve özellikle ileri bir tarihe kaydırılmamasıdır. Avrupa'daki ülkelerde türev ürün piyasalarının kullanımından kaynaklanan sorunlardan biri de riskin dağıtılması mekanizmasının işlemeyerek riskin başka alanlara veya gelecek nesillere aktarılması gelmektedir. Ülkemizde ise türev ürün piyasalarının gelişmemiş olması şu an için bizim böyle bir yanlış uygulamadan alıkoymaktadır. Ancak önümüzdeki dönemde sermaye piyasalarının gelişimine bağlı olarak türev ürün piyasalarının büyük gelişme potansiyeline sahip olması bu alanda ülkemize de önemli sorumluluklar yüklemektedir. Türev ürün piyasalarının maliye politikalarına yardımcı olarak kullanılması için bu piyasaların riski tabana yayma, maliyetleri azaltma fonksiyonlarının etkin bir şekilde çalışması sağlanmalıdır. Piyasaların gelişmesi için kurulan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın da bu amaçla çalışmalarını yönlendirmesi gerekmektedir.

Ülkemiz ekonomik sorunlarının temelinde yatan en önemli unsur ekonomik kalkınma için yeterli sermaye birikiminin olmaması bu anlamda dışarıya bağımlı olmamızdır.

Sermaye birikimimizin olmaması sermaye piyasalarının gelişmesini de olumsuz yönde etkilemekte, sermaye piyasalarının gelişmemesi de sermaye birikimini engellemektedir. Ülkemiz ekonomisi için yapısal bir sorun haline gelen bu durumun kalkınmamızın önünde bir engel olduğu aşikârdır.

Sermaye piyasalarının gelişmesi ile türev ürün piyasalarının gelişmesini de bu çerçevede değerlendirmek gerekmektedir. Ülkemiz için asıl olan sermaye piyasalarının gelişmesidir. Türev ürün piyasalarının gelişmesi bu amaca hizmet ettiği ölçüde kendisinden beklenen faydayı ekonomiye kazandıracaktır.

Türev ürünler, finans sektöründe özel finansal durumlara alternatifler sunan önemli risk yönetim araçları olsalar da, doğru kullanılmadıkları durumlarda ciddi finansal kayıplara neden olabilmektedirler. Bu nedenle yatırımcıların türev ürünlerle ilgili detaylı olarak bilgilendirilmesi

gerekmektedir. Türev ürün piyasalarının gelişmesi için bu konuda Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'na büyük sorumluluk düşmektedir.

Mevcut uygulamaya bakıldığında Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın güçlü yanları olduğu kadar zayıf yanları da olduğu görülmektedir.

Mevcut yasal düzenlemeler ülkemizde vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin ticaretinin tek bir borsada yapılmasını öngörmektedir. Bu durum VOB'un ölçek ekonomisinden yararlanmasını sağlayacaktır.

Ülkemizin son yıllarda yaşadığı finansal istikrar da VOB için büyük avantaj sağlamaktadır. Finansal istikrar sayesinde VOB kurulduğu yıldan bu yana önemli bir büyüme performansı yakalamıştır.

Sermaye piyasasının gelişmesi anlamında da ülkemizde önemli bir altyapı mevcuttur. Sermaye Piyasası Kurulu piyasayı düzenlemekle görevlendirilmiş olup bu konuda yasal bir boşluk bulunmamakta, bu durum VOB'un da yararına olmaktadır.

Mali kurumların aktif toplamı önemli büyüklüklere ulaşmış ve bu tutarı daha da artıracak bireysel emeklilik fonları gibi yeni kurumlar kurulmuştur. Ayrıca yatırımcı sayısı da her geçen yıl artmaktadır.

VOB'un yeni kurulmuş bir borsa olması elektronik ticarete son teknolojiyi kullanmasını da beraberinde getirmektedir. Bu da Borsa'ya yıllar önce kurulmuş rakiplerine kıyasla rekabet avantajı getirmektedir.

VOB'un yukarda sayılan avantajlarına karşılık bir takım dezavantajları da mevcuttur.

Gelişmiş ülkelerdeki borsalar uzun yıllar yabancı borsa rekabeti olmadan faaliyet göstermiştir. Ülkemizin Avrupa Birliği'ne giriş sürecinin hızlanması VOB'un da zamanından önce uluslararası rekabete açılmasına neden olabilecektir. Ancak bu tehdit kurumsal alt yapının güçlendirilmesi suretiyle fırsata da çevrilebilecek niteliktedir.

VOB hakkında yeterince bilgisi olmayan bireysel ve kurumsal yatırımcıların bu piyasa hakkındaki önyargılı yaklaşımları da piyasanın gelişimi için bir tehdit olarak algılanabilmektedir. Ancak bu durum VOB'un geniş kapsamlı bir eğitim ve bilgilendirme faaliyetleri çerçevesinde düzeltilebilecek bir husus olarak düşünülmektedir.

Ülkemizdeki vergi düzenlemelerinin ülke şartları ve uluslararası rekabetin gerektirdiği şekilde düzenlenmemesi türev araç ticaretine en büyük engel olacaktır. Ayrıca, kamu kurumlarının piyasa dışı çözümleri benimsemesi, desteklerin ithalat ve ihracat düzenlemelerinin tahmin edilemeyecek şekilde ve sık sık değiştirilmesi türev araç piyasalarının gelişmesini engelleyecektir.

VOB'un henüz opsiyon işlemlerini gerçekleştirebilecek bir sisteminin olmaması ve yatırımcıların opsiyon işlemlerini gerçekleştirememesi Borsa'nın başka bir dezavantajıdır. Şu anda üzerinde çalışılan ve Mart 2011 tarihinde bitmesi planlanan sistem tamamlandığında borsanın işlem hacminin artacağı düşünülmektedir.

Özetle söyleyecek olursak, türev ürün ticareti ve vadeli işlemler ülkemizin finans sektörü ve sermaye piyasasının gelişimine olumlu katkıda bulunacak kapasitededir. Böylece reel sektörün de desteklenmesi ve ekonomik büyümenin de sağlanmasına katkıda bulunulacaktır. Ancak burada dikkat edilmesi gereken en önemli nokta söz konusu piyasaların gözetimi ve denetiminin dikkatli bir şekilde yapılması, şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkelerinden ödün verilmemesi ve muhasebe oyunlarına alet edilerek gerçek riskin gizlenmemesidir.

KAYNAKÇA

AKBULAK, Yavuz, “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler”, **Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi**, Aralık, 2005.

AKGİRAY, Vedat, “Finansal Yeniliklerin ve Risk Yönetiminin Ekonomik Kalkınmaya Katkıları”, **İMKB Dergisi**, Yıl 2, Sayı 5, 1998, s.1-14.

ALKAN, Gönül İpek; **Finansal Piyasalar (Kurumlar ve Araçlar)**, Ankara, Detay Yayıncılık, 1. Baskı, 2009.

AŞIKOĞLU, Rıza, KAYAHAN, Cantürk, “Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye’nin Türev Piyasa Görünümü”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 10, Sayı 2, 2008.

AYDOĞAN, Kürşat, “Spot ve Vadeli İşlem Piyasaları İlişkisi Üzerine Bir Not”, **İMKB Dergisi**, Cilt 2, No 5, 1998, s.15–22.

CANBAŞ, Serpil, DOĞUKANLI, Hatice; **Finansal Pazarlar**, İstanbul, Beta Basım, Genişletilmiş 2. Baskı, 1997.

CEYLAN, Ali; **Finansal Teknikler**, Bursa, Ekin Kitabevi, 5. Baskı, 2003.

CHAMBERS, Nurgül; **Türev Piyasalar**, İstanbul, Beta Basım, 2. Baskı, 2007.

DİKMEN, Aytaç, “Türkiye’de Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişimi Perspektifinde Hisse Senedi Endeks Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Gelişimi ve Spot Piyasa ile Etkileşimi”, SPK Yeterlik Etüdü, 2008, Ankara.

DÖNMEZ, Çetin Ali, BAŞARAN, Yaman, DOĞRU, Güzin, UĞUR, Sedat, KARTALLI, Yeşim, UGAN, Sedat; **Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 2002.

DÖNMEZ, Çetin Ali, YILMAZ, Mustafa Kemal, “Türev Piyasalar Finans Sektöründeki Dengenin Korunması Açısından bir Tehdit Oluşturabilir mi?”, **İMKB Dergisi**, Cilt 3, No 11, 1999, s. 49-81.

ERDOĞAN, Oral, KAYACAN, Murad, “Finansal Türevlere Ne zaman Başlanmalı? İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Örneği”, **İMKB Dergisi**, Cilt 2, No 5, 1998, s. 23-45.

ERKUT, Hakan Cemal, “Vadeli İşlemler Piyasası ve Türkiye’de Gelişim Süreci”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi, Ankara, 2008.

EYÜBOĞLU AKSEL, Ayşe; **Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları: Yapısı, İşleyiş Mekanizmaları ve Bazı Örnek Ülke Örnekleri**, Ankara, SPK Yayınları, No: 21, 1995.

GÖK, İbrahim Yaşar, “Vadeli Piyasalarda Samuelson Hipotezinin Geçerliliğinin Garch ve Lineer Regrasyon Modelleriyle Test Edilmesi: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nda Bir Uygulama”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Isparta, 2009.

İzmir Ticaret Borsası, **Vadeli İşlem Piyasaları İçin Temel Rehber**. 2000.

İstanbul Ticaret Odası; **Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsaları**, İstanbul, Can Ajans, 2006.

KARATEPE, Yalçın; **Türev Piyasaları (Futures-Opsiyon- Swap)**, A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını, 2000.

KAYAHAN, Cantürk, “Finansal Türevler: Efsaneleri ve Algılanma Hataları”, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt 16, Sayı 1, 2009.

KEYDER, Nur; **Para Teori-Politika-Uygulama**, Seçkin Kitabevi, 2008.

KOCAMAN, Ç. Berna; **Finansal Piyasalar (Kurumlar, Teknikler ve Araçlar)**, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2004.

KOÇ, Mehmet; **Finansal Kiralama (Leasing)**, Beta Basım, 2004.

MEGEP (Mesleki Eğitim ve Öğretim Sisteminin Güçlendirilmesi Projesi), **Türev Piyasa Araçları**, Ankara, 2007.

MURATOV, Daniyar, “Vadeli İşlem Piyasaları ve Rusya Uygulaması”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi, Ankara, 2008.

NALBAT, Mehmet, Menkul Kıymet ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları ile M.S.İ’ nin Tanımı ve Tüm Yönleriyle Vergilendirme Sürecinin Örnekli Anlatımı, Sakarya, Eylül 2008.

OLDANI, Chiara, “An Overview of the Literature about Derivatives”, 2003.

OY, Osman, KÖSE, Seçkin, ALKIM, Süleyman; **Factoring**, Beta Basım, 2008.

ÖZALP, Pınar, “Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistem İşleyişindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları”, TCMB Uzmanlık Yeterlik Tezi, Ankara, 2003.

ÖZDEMİR, Özlem, “Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği ve Öneriler”, Yeterlilik Etüdü, Ankara, 1999.

ÖZEN, Ercan, “İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nda Hisse Senedine Dayalı Futures İşlemlerin Spot Piyasa Etkinliğine Katkısı İMKB 30 Endeksi İçin Bir Uygulama”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Kocatepe Üniversitesi, Afyonkarahisar, 2008.

ÖZNACAR, Ramazan, “Vadeli İşlemlerin Para Piyasalarına Etkileri”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, İstanbul, 2006.

ÖZNALÇİN, Raci, “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsaları ve Türkiye Uygulaması”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Atatürk Üniversitesi, Erzurum, 2009.

ÖZSOY, İsmail, Türkiye’de Katılım Bankacılığı, Ders Notları, TKBB, 2009.

SAYILGAN, Güven; **Finansal Piyasalar ve Finansman Yöntemleri**, Ankara, Turhan Kitabevi, 2004.

SAYILGAN, Güven, “Finansal Türev Piyasalarındaki Riskler”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt:53, Sayı:1, 1998.

Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu; İMKB Yayınları, 18.Baskı, 1998.

TÜRK, İsmail; **Maliye Politikası**, Turhan Kitabevi, 2008

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A. Ş. , **Türev Araçlar Lisanslama Rehberi**, Mart, 2006.

YALÇIN, Özdemir, “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Finansal Piyasaların Gelişimine Katkısı, Ülke Karşılaştırmaları ve Türkiye İncelemesi”, Hazine Müsteşarlığı Uzmanlık Tezi, 2009.

YILMAZ, Mustafa Kemal; **Hisse Senedi Opsiyonları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Uygulanabilirliği**. İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1998.

YILMAZ, Türkan, "Bilgi Toplumuna Geçiş Sürecinin Türkiye'de Finansal Piyasalar Üzerine Etkisi", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, 2006.

YÜKÇÜ, Süleyman, YÜCEL, Tülay, "Bankacılıkta Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, Bugünkü Durum ve Yapılması Gerekenler", **Türkiye Bankalar Birliği**, Yayın No: 191, İzmir, 1995, s. 58.

ZEYNEL, Esra, "Vadeli İşlem Piyasalarında Endeks Sözleşmeleri Kullanımına Dayalı Korunma Etkinliği (Hedging Effectiveness): Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Üzerine Bir Uygulama", Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Isparta, 2008.

İnternet Kaynakları

AKKUL, Şeyma, Kamu Borç Yönetiminde Türev Ürün Uygulamalarında Kredi Riski Yönetimi: Ülke Örneklerinin Değerlendirilmesi, (Erişim) <http://www.treasury.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Hazine%20Web/Arastirma%20Yayin/%C3%87al%C4%B1%C5%9Fma%20Raporlar%C4%B1/Kamu%20Bor%C3%A7%20Y%C3%B6netiminde%20T%C3%BCrev%20%C3%9Cr%C3%BCn%20Uygulamalar%C4%B1nda%20Kredi%20Riski%20Y%C3%B6netimi:%20%C3%9Clke%20%C3%96rneklelerinin%20De%C4%9Ferlendirilmesi.pdf>, 12 Ağustos 2010.

Banka Kartı Nedir?, (Erişim) <http://card.blogcu.com/banka-karti-nedir/8140041>., 11 Temmuz 2010.

Borsa Yatırım Fonları, (Erişim) <http://www.imkb.gov.tr/products/ETF.aspx>., 03 Ağustos 2010.

Çek, (Erişim)

[http://tr.wikipedia.org/wiki/%C3%87ek_\(Bankac%C4%B1l%C4%B1k\)](http://tr.wikipedia.org/wiki/%C3%87ek_(Bankac%C4%B1l%C4%B1k))., 19 Temmuz 2010.

Diğer Finansal Varlıklar, (Erişim) <http://www.ekodialog.com/Makaleler/kar-zarar-ortakligi-belgesi.html>. 20 Temmuz 2010.

Emeklilik Fonları Nedir?, (Erişim)

http://www.akportfoy.com.tr/emeklilik_fonlari/sss.asp. 10 Ağustos 2010.

Faiz Swapı, (Erişim) <http://finans.ekibi.net/forum/archive/index.php/thread-841.html>., 23 Temmuz 2010.

Finansal Sistem ve Kurumlar, (Erişim)

http://www.aof.anadolu.edu.tr/dyKitap/2008_2009/GenelIsletme/unite18.pdf., 10 Temmuz 2010.

Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2007, (Erişim)

<http://www.bis.org/publ/rpfx07t.pdf>, s. 4., 14 Ağustos 2010., s. 4.

Futures- Options, (Erişim) <http://www.genbilim.com/content/view/1400/97/> ,

22 Temmuz 2010.

Futures (Gelecek) Sözleşmeleri, (Erişim)

<http://www.genbilim.com/content/view/1401/89/> , 22Temmuz 2010.

İMKB Sözlüğü, (Erişim)

http://www.imkb.gov.tr/glossary/af/isedictionary_b.aspx, 9 Temmuz 2010.

İMKB Sözlüğü, (Erişim)

http://www.imkb.gov.tr/glossary/af/isedictionary_d.aspx, 9 Temmuz 2010.

KAYA, Serdar, Yunanistan ve İtalya Nasıl Bu Kadar Borçlanabildi? (Erişim)

http://www.bilgeekonomist.com/Bilge_Ekonomistler/78/59001/Serdar_Kaya.html, 12 Ağustos 2010.

Kredi Kartı Nedir?, (Erişim) <http://www.kredikarti.web.tr/kredikartinedir.html>.

11 Temmuz 2010.

Leasing, (Erişim)

http://www.fortis.com.tr/ticari_bankacilik/leasing_factoring.jsp, 11. Temmuz 2010.

Senet Nedir? Ne Anlama Gelir?, (Erişim)

http://www.turkcebilgi.com/soru_cevap_19617_senet-nedir-senet-ne-anlama-gelir.html, 19 Temmuz 2010.

Sigorta Poliçesi, (Erişim) <http://www.emeklilikvehayat.com/hayat-sigortasi-sozlugu/sigorta-policesi.html>, 10 Ağustos 2010.

Swap Nedir? Swap Piyasalar, (Erişim)

<http://www.veribaz.com/viewdoc.html?swap-nedir-swap-piyasalar-361519.html>, 23 Temmuz 2010.

SPK Düzenlemeleri, (Erişim)

<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/spkyonetmelik.htm>, 13 Ağustos 2010.

TONGUÇ, Erdem, Para Politikaları ve Finansal Piyasalar, (Erişim)

<http://www.genbilim.com/content/view/1398/89/>, 22 Temmuz 2010.

Türev Piyasaları-Swap ve Options, (Erişim)

www.baskent.edu.tr/~gurayk/intfinders8.doc , 23 Temmuz 2010.

Türk Ticaret Kanunu, Madde 420, (Erişim)

<http://www.mevzuat.adalet.gov.tr/html/997.html>., 23 Temmuz 2010.

UYAR, Süleyman, İşletmeler Döviz Kurundaki Dalgalanmalardan Nasıl Korunmalıdır? Türev Piyasalar Önerisi, (Erişim)

<http://www.muhasabetr.com/yazarlarimiz/suleyman/010/>, 03 Ağustos 2010.

Yatırım Yaparken, 2004, (Erişim)

http://www.tspakb.org.tr/tr/Portals/57ad7180-c5e7-49f5-b282-c6475cdb7ee7/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Arastirma_Raporlari_yatirimyaparke_n.pdf, 9 Temmuz 2010, s.3.

2009 Derivatives Exchange Volume Webinar March 18, 2010, (Erişim)

http://www.futuresindustry.org/webinars/downloads/March_2010_Webinar_Materials_Part_1_-_Will_Acworth_FIA.pdf, 18 Temmuz 2010.

(Erişim) <http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonymous> (Hazine Müsteşarlığı), 05 Ağustos 2010.

(Erişim) www.tspakb.org (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği), 2 Ağustos 2010.

(Erişim) www.vob.org.tr (Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası) , 28 Temmuz 2010.

ÖZET

KAYA, Hakan. Vadeli İşlem Borsalarının Finansal Piyasalara Etkisi ve Türkiye Üzerine Uygulamaları, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2010

Finansal piyasaların sıkı denetim altında tutulması bu piyasaların finansal inovasyon (yenilik) adı altında yeni ürünler bulmasını tetiklemektedir. Finansal inovasyonun son ürünü de son yıllarda büyük işlem hacmine ulaşan türev ürünlerdir.

Türev ürünlerin ticaretinin tarihi eski çağlara kadar uzansa da modern anlamda türev ürün piyasalarının gelişimi 1990'lı yıllarda önem kazanmış, 2000'li yıllarda ise ivme kazanmıştır.

Bu çalışma iki ana konuya odaklanmaktadır. İlk önce türev ürün piyasalarının dünyadaki ve Türkiye'deki gelişimi incelenmekte ve özellikle türev ürünlerin finansal sektöre ve para ve maliye politikalarına etkisine odaklanılmaktadır. İkinci olarak da ülkemizde yeni kurulan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. analiz edilerek söz konusu borsanın türev ürün piyasaları geliştirmedeki rolüne odaklanılmıştır.

Sonuç olarak türev ürün piyasaları, ekonominin finans sektörüne ve sermaye piyasalarına katkıda bulunduğu, para ve maliye politikalarının kullanılmasında esneklik sağladığı için ekonomi açısından faydalı bulunmaktadır. Ancak söz konusu faydanın elde edilmesi için türev ürün piyasalarının da tüm finans sektöründe olduğu gibi denetlenmesi, risk yönetimi açısından şeffaflık ve hesap verebilirlik standartlarının tanımlanması gerekmektedir.

Anahtar Sözcükler:

1. Finansal Piyasalar
2. Türev Piyasalar

3. Para Politikası
4. Maliye Politikası
5. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş

ABSTRACT

KAYA, Hakan. Derivatives Exchanges' Impact on Financial Markets and Derivatives Markets in Turkey, Master Thesis, Ankara, 2010

The strict regulation of financial sector leads financial markets to produce new products under the name financial innovation. The latest outcome of financial innovation is derivatives which has reached high levels of transaction in the recent years.

Although the history of derivatives goes back to ancient times, modern derivatives has gained importance in 1990s and further accelerated in 2000s.

This paper focuses on two main issues. Firstly, it addresses the evolution of derivatives in the world and in Turkey, giving special importance of the derivatives market on the financial sector and on the monetary and fiscal policies. Secondly it analysis the Turkish Derivatives Exchange and its role on the evolution of derivatives.

As a result, it is found that derivatives are useful fort the economies since they deepen capital and financial markets, provide elasticity in the use of monetary and fiscal policies. But, for them to be more beneficial, derivatives markets must be monitored as it is the case in financial markets and in terms of risk management accountability and transparency standards must be defined.

Key Words:

1. Financial Markets
2. Derivatives
3. Monetary policy
4. Fiscal policy
5. Turkish Derivatives Exchange