

118 52

20-103

**RİSKLERDEN KORUNMADA
TÜREV ARAÇLAR
VE TÜRKİYE UYGULAMASI**

— YÜKSEK LİSANS TEZİ —

Fatma Gül UYSAL

T.C.
ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

RİSKLERDEN KORUNMADA TÜREV ARAÇLAR VE TÜRKİYE UYGULAMASI

Yüksek Lisans Tezi

DANIŞMAN

Doç. Dr. Kemal YILDIRIM

Fatma Gül UYSAL

Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü

Eskişehir 1996

ÖZET

Bretton Woods sabit kur sisteminin yerini dalgalı kur sisteminin alması, ilk petrol krizi ve piyasaların küreselleşmesi sonucu 1970'li yıllardan itibaren dünya ekonomisinde görülen aşırı fiyat dalgalanmaları ve risk ortamı bütün ülkeleri etkilemişti. Her ekonomik etkinlikte var olan, fiyat dalgalanmalarıyla daha da artan riskleri kontrol altına alma çalışmaları bu yıllarda hız kazandı. Firmalar faaliyetlerini olumsuz yönde etkileyen riskleri yönetebilmek için türev araçlardan yararlanmaya başladı.

Bu türev araçlardan biri olan opsiyonlar satın alan tarafa belirli bir ürünü belirli bir zamanda, belli bir fiyattan satın alma ya da satma hakkını veren kontrattır. Opsiyonlar diğer araçlardan farklı olarak alıcıyı herhangi bir yükümlülük altında bırakmaz. Bütün yükümlülük opsiyonu satan kişiye yüklenmiştir. Opsiyonu alan taraf opsiyonu kullanıp kullanmamakta özgürdür. Özellikle fiyat riskini ortadan kaldırmak için kullanılan opsiyonu, satın alan taraf, bu hizmet karşılığında satan tarafa prim ödemektedir.

Future kontratları olarak da anılan gelecekteki işlem kontratları da firmaların risklere karşı korunmak için kullandıkları türev araçlardandır. Gelecekteki işlem kontratları bugünden fiyat anlaşmasının yapılarak ürünlerin ya da fonların ileri bir tarihte teslimini sağlayan anlaşmalardır. Miktar ve vade konularında standartlaşmaya gidilmiştir. Vade sonunda fiziki teslimat şartı yoktur, amaç fiyat riskine karşı korunma sağlamaktır.

Türkiye'de yasal ve ekonomik sınırlamalar nedeniyle son yıllarda kullanılmaya başlayan türev araçlar, gelişmiş ülkelerdeki kadar yaygın değildir.

Summary

As the flexible exchange system took place the Bretton Woods or fixed exchange system, as a result of market globalization and first oil crisis, extreme price movements in the world economy since 1970 and risky environment have affected all the countries. The study of controlling the risks, which have been every economic activity and increased by the price changes, have been accelerated in those years. Firms started to use derivative assets in order to manage risks that affects them negatively.

Option is one of the derivative devices that gives its holder the right to purchase or to sell a certain good for a specified price in a certain time. Differing from other derivatives, options don't charge any burden to its buyer. All the responsibilities are belong to seller. The holder of option is free whether or not to exercise it. In order to eliminate the price risk, the buyers of the option pay premium to seller.

Future contracts, which are sometimes called forward contracts are derivative devices that are used by firms against the risks. Future contracts are agreement that carry the obligation to go through with the agreed on transaction. A future contract consists of sale of some commodities or funds at some future time, standarization has been accompanied with quantity and time. Physical delivery is not necessary at maturity The purpose is to hedge to protect against price movements.

Because of the legislative and economical restrictions derivatives lately are being used in Turkey, but they are not used as much as developing countries.

İÇİNDEKİLER

Sayfa

GİRİŞ	1
-------------	---

BİRİNCİ BÖLÜM

1. RİSK KAVRAMI VE TÜRLERİ	4
1.1. RİSK KAVRAMI VE ORTAYA ÇIKIŞI	4
1.2 RİSK TÜRLERİ	5
1.2.1. FAİZ ORANI RİSKİ	6
1.2.1.1. Nakit Akışı Riski	8
1.2.1.2. Portföy Riski	9
1.2.1.3. Ekonomik Risk	10
1.2.1.4. Enflasyon Riski	10
1.2.2. KREDİ RİSKİ	12
1.2.3. LİKİDİTE RİSKİ	14
1.2.4. ÜLKE RİSKİ	15
1.2.5. DÖVİZ KURU RİSKİ	17
1.2.5.1. Muhasebe Riski	20
1.2.5.2. İşlem Riski	21

İKİNCİ BÖLÜM

2. RİSKTEN KORUNMADA TÜREV ARAÇLAR	22
2.1. OPSİYONLAR	22
2.1.1. OPSİYONLAR İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR	23
2.1.1.1. Opsiyon Kontratında Taraflar	23
2.1.1.2. Opsiyonların Konusu	24

2.1.1.3. Opsiyonlarda Vade.....	25
2.1.1.4. Opsiyonlarda Fiyat.....	27
2.1.1.5. Opsiyonlarda Prim.....	28
2.1.1.6. Opsiyonların Uygulanması.....	30
2.1.2. OPSİYONLARIN TARİHÇESİ.....	31
2.1.3. OPSİYON TÜRLERİ.....	32
2.1.3.1. Alış Opsiyonları.....	33
2.1.3.2. Satış Opsiyonları.....	36
2.1.4. OPSİYON TİPLERİ.....	39
2.1.4.1. Avrupa Tipi Opsiyonlar.....	39
2.1.4.2. Amerikan Tipi Opsiyonlar.....	40
2.1.5. OPSİYON PİYASALARI.....	40
2.1.5.1. Banka Opsiyonları (Tezgahüstü Opsiyon Piyasaları).....	40
2.1.5.2. Borsa Opsiyonları (Organize Piyasalar.).....	41
2.1.6. KONULARINA GÖRE OPSİYON TÜRLERİ.....	47
2.1.7. OPSİYONLARIN KULLANIM AMAÇLARI.....	57
2.1.7.1. Korunma Amacıyla Opsiyonların Kullanılması.....	58
2.1.7.2. Spekülasyon Amacıyla Opsiyonların Kullanılması.....	59
2.1.8. OPSİYONLARIN AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI.....	59
2.1.9. OPSİYONLARLA İLGİLİ TEMEL STRATEJİLER.....	61
2.2. GELECEKTEKİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ.....	63
2.2.1. GELECEKTEKİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ ÖZELLİKLERİ.....	63
2.2.2. GELECEKTEKİ İŞLEM PİYASALARI İŞLEYİŞİ VE YAPISI.....	65
2.2.2.1. Pozisyon Açma ve Kapatma.....	65
2.2.2.2. Standardizasyon.....	66

2.2.2.3. Organize Borsalarda Satım.....	67
2.2.2.4. Halka Açık Fiyatlandırma	68
2.2.2.5. Takas Odası.....	69
2.2.2.6. Marjin ve Günlük Marjin Mutabakatı	69
2.2.3. GELECEKTEKİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİNİN TARİHÇESİ	70
2.2.4. GELECEKTEKİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİNİN KULLANIM AMAÇLARI VE TARAFLAR	72
2.2.4.1. Riskten Korunma (Hedging) ve Risk Kapatıcılar.....	72
2.2.4.2. Spekülasyon ve Spekülatörler	73
2.2.5. GELECEKTEKİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİNİN TÜRLERİ	74
2.2.5.1. Döviz Gelecekteki İşlem Sözleşmeleri	74
2.2.5.2. Faiz Gelecekteki İşlem Sözleşmeleri.....	75
2.2.5.3. Endeks Gelecekteki İşlem Sözleşmeleri.....	76
2.2.5.4. Gelecekteki İşlem Sözleşmesi Bazlı Opsiyon Sözleşmesi.....	78
2.2.5.5. Mal Gelecekteki İşlem Sözleşmeleri	79
2.2.6. GELECEKTEKİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİNİN FİYATLAMASI	80
2.2.6.1. Taşıma Maliyeti.....	80
2.2.6.2. Arbitraj.....	81
2.2.6.3. İşlem Giderleri	82
2.2.6.4. Getiriler.....	82

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜRKİYE'DE TÜREV ARAÇLAR.....	84
3.1. TÜRKİYE'DE VADELİ İŞLEMLERİN GELİŞMEME NEDENLERİ	84
3.2. VADELİ İŞLEMLERİN TÜRKİYE'DE UYGULANABİLİRLİĞİ	88
3.3. TÜRKİYE'DE OPSİYON İŞLEMLERİ.....	92

<i>3.4. TÜRKİYE'DE GELECEKTEKİ İŞLEMLER</i>	95
SONUÇ	101
EK	103
KAYNAKÇA	109

GİRİŞ

1972 yılında Bretton Woods sisteminin çöküşüyle birlikte sabit kur sisteminin sona ermesi uluslararası ticaret yapan firmaları önemli kur riskiyle karşı karşıya bırakmıştır. Ayrıca 70'li yılların sonlarından itibaren uluslararası para piyasalarında gözlenen faiz dalgalanmaları yatırımcılar açısından kredi ve mevduatta faiz riski sorununu çıkarmıştır.¹

1970'li yıllarda dünyada görülen ilk petrol krizi, teknolojik gelişme ve piyasaların küreselleşmesi dünyada aşırı fiyat dalgalanmaları ve firmalar için çeşitli riskleri de beraberinde getirmiştir.

Çalışmamızın ilk bölümünü oluşturan risk kavramı, her ekonomik etkinlik için söz konusudur. Firmaların karşı karşıya kaldıkları riskleri yönetilebilen ve yönetilemeyen riskler olarak ayırmamız mümkündür.

Yönetilemeyen riskler arasında bir firmanın yangın, doğal afet, hırsızlık vb. riskleri sayılabilir. Bunlar için firma bazı önlemler alabilir ya da riski sigorta şirketine devredebilir.

Yönetilebilen riskler ise faiz oranı riski, kredi riski, döviz kuru riski, likidite riski, ülke riski olarak ayrılabilir. Bu risklerin tamamen ortadan kaldırılması sözkonusu değildir, ancak belirli bir güven aralığı içinde yönetilebilmeleri mümkündür.

Firmaların meydana gelen bu riskleri en az düzeye indirme çalışmaları ve piyasaların düşük maliyetli, yüksek kazançlı, mali araç arayışları karşısında para

¹ Sudi APAK: "Uluslararası Finansal Teknikler" Emlak Bankası Yayınları İstanbul 1992, s.77

ve sermaye piyasası araçlarını yetersiz kılmıştır.

Dünya para ve sermaye piyasalarında, uluslararası finansal ilişkilerin yoğunlaşması ve bilişim-iletişim teknolojisindeki yenilikler nedeniyle, gelişmeler yaşanmaktadır. Sözkonusu gelişmeler, para ve sermaye piyasalarını hızla bütünleşmeye yönettiren, değişkenliği de artırmaktadır. Bu değişkenlikleri sürekli ve anında izleyebilme ihtiyacı ve bunu sağlayacak yeni finansal araçlar aramaya yönettirmiştir.²

Türkiye’de 1980’den sonra uygulanmaya başlanan ekonomik politikalar dışa açılımı hızlandırmış, piyasalarda yeni finansal araçların oluşturulması için uygun ortamların yaratılmasına çalışılmıştır.

Finansal sistemlerin gelişmesiyle ortaya çıkan türev araçlar, para ve sermaye piyasasında meydana gelen risklerin yönetilmesine olanak sağlayarak, fiyat dalgalanmalarını azaltmakta ve piyasa mekanizmasına işlerlik kazandırmaktadır. Çalışmamızda türev araçlardan opsiyonlar ve gelecekteki işlemler (future işlemler)’e yer verilmiştir. Diğerleri çalışmamızın dışında bırakılmıştır.

Çalışmamızın ikinci bölümünde türev araçlardan son yıllarda önemleri giderek artan opsiyonlar ve gelecekteki işlem sözleşmeleri ele alınmıştır.

Opsiyonlar iki taraf arasında düzenlenen bir sözleşmedir. Taraflardan biri opsiyon alıcısı (opsiyon sahibi) dir. Opsiyon alıcısı, aldığı opsiyonu ilgili vade içinde ya da sonunda kullanma ya da kullanmama serbestisine sahiptir. Bu hak karşılığında diğer taraf olan opsiyon satıcısına prim öder. Opsiyon satıcısı da aldığı prim karşılığında yükümlülüğünü yerine getirmek zorundadır. Opsiyonların

² Nasuhi BURSAL: “Yeni Finansal Araçların Muhasebe Sorunları” Bankacılar Dergisi, İstanbul, Temmuz 1992 s.57

diğer araçlardan farkı, alıcı herhangi bir yükümlülüğe girmezken, bütün yükümlülük satıcıya yüklenmiştir. Opsiyonlar diğer vadeli işlemlere göre daha esnektir. Sınırlı risk taşıması, piyasada likidite artırımını sağlaması, marjin sisteminin olması ve az bir sermaye gerektirmesi opsiyonun avantajlarındanır.

Gelecekteki işlem sözleşmeleri ise, fiyat anlaşmasının bugünden yapılarak, sözleşmeye konu olan kıymetin ileri bir tarihte teslimini öngören yasal bir anlaşmadır. Bu sözleşmeler opsiyonlara göre daha bağlayıcıdır. Ürün miktarı ve teslim tarihi (teslimat ayları) standarttır. Ancak sözleşmeler teslim tarihine kadar alınıp satılabilirler. Vade sonunda fiili teslimat gerekmez, nakit ödeme ya da karşı sözleşmeyle anlaşma sonuçlandırılabilir.

Her iki sözleşmede de taraflardan biri her ticari işlemin taşıdığı riski minimuma indirmeyi amaçlayan risk kapatıcı, taraflardan diğeri ise bu riskleri yüklenerek gelecekte kazanç elde etmeyi amaçlayan spekülâtorlerdir.

Üçüncü bölümde ise türev araçların Türkiye'deki durumuna yer verilmiştir. Çalışmamızın konusunu oluşturan gelecekteki işlemler ve opsiyonlar döviz kuru ve faiz oranı risklerinden korunmak amacıyla y1970'li yıllardan beri gelişmiş ülkelerde sıkça kullanılmaktadır. Türkiye'de ise yasal ve ekonomik sınırlamalar nedeniyle son birkaç yıldır uygulamaya başlanan bu türev araçlar, günümüzde hisse senetleri, mal, altın, döviz ve faiz üzerine alınıp satılmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. RİSK KAVRAMI VE TÜRLERİ

1.1. RİSK KAVRAMI VE ORTAYA ÇIKIŞI

Risk, iş hayatının kaçınılmaz gerçeklerinden biridir. Ekonomide faaliyetini risksiz yürütecek hiç bir firma yoktur. Firmaların karşı karşıya oldukları riskler oldukça çeşitlidir. Bu risklerin bazılarının önceden tahmini kadar yönetilebilmeleri de oldukça zordur. Örneğin bir fabrikanın yanma riski yönetilemez. Ancak yangın olasılığını azaltan önlemler alınabilir veya risk bir sigorta kuruluşuna devredilebilir. Aynı şekilde piyasa riski, yani talepteki değişmeler ya da rakiplerin piyasaya girmesi sonucunda firmanın karşı karşıya kalacağı risk de yönetilmesi hemen hemen olanaksız olan bir risk türüdür.³

Firmaların karşı karşıya oldukları risklerin en önemlileri arasında sayabileceğimiz “mali riskler”in yönetimi konusunda ise son 20 yılda oldukça önemli gelişmeler kaydedilmiştir.

Mali risk, genel tanımıyla, fiyatlardaki değişme karşısında firmanın ya da bireylerin aktif veya pasif değerlerinin değişmesi riskidir. Söz konusu fiyatlar arasında hammadde, hisse senetlerinin fiyatları ve portföy değerine etkisi, döviz kurları ve faiz hadleri en temel mali risk unsurlarını oluşturmaktadır.⁴

1970’li yılların başından itibaren dünya ekonomisinde görülen aşırı fiyat

³ Arman KIRIM: “Mali Risk ve Yönetimi” D.C. Gardner, Türkiye 1992, s.1

⁴ Ayşe Eyüboğlu AKSEL: “Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları; Yapısı, İşleyiş Mekanizmaları ve Bazı Ülke Örnekleri” S.P.K. yayınları, Temmuz 1995 SPK. Ankara

dalgalanmalarının ve bunların yaratmış olduğu risk ortamının arkasında şu temel çevresel etkenler yatmaktadır.⁵

1. Bretton Woods sabit kur sisteminin yerini dalgalı kur sisteminin alması
2. 1973 yılında ilk kez kendini gösteren petrol krizi ve bunun sonucunda uygulamaya konulan parasal ekonomik (monetarist) politikaların 1945 yılından beri uygulanan Keynes'ci politikaların yerini alması.
3. Piyasaların küreselleşmesi ve teknolojik gelişme.

1.2 RİSK TÜRLERİ

Genelde her ekonomik etkinlik birden fazla mali risk içermektedir. Kuruluşların karşı karşıya kaldıkları mali riskler yönetilebilen ve yönetilemeyen olarak ikiye ayrılabilirler.⁶

Yönetilmesi imkansız olan riskler; politik risk: firmanın yabancı bir ülkedeki aktiflerinin kamulaştırılması veya dondurulması, regülasyon riski: firmanın bir başka ülkedeki garantisiz alacaklarının döviz transfer yasakları nedeniyle tahsil edilememesi veya yerel ya da yabancı makamlar tarafından muhasebe standartlarının, vergi usullerinin değiştirilmesi, pozisyonunu etkilemek şeklinde ortaya çıkmaktadır. Örneğin Fransa'ya ihracat yapan bir İngiliz firması yalnızca Fransız Frangı (F.F)'nin İngiliz Sterlini (STG)'ne karşı değeri ile ilgilenmekle kalmayıp, aynı zamanda diğer ülkelerdeki rakiplerinin para birimlerinin F.F. karşısındaki değeri ile de ilgilenmek zorundadır. Çünkü İngiliz firmanın rakiplerinin paraları zayıfladığında bu firmanın ürettiği mallar Fransız alıcılar açısından daha

⁵ KIRIM A., a.g.e., s.2

⁶ AKSEL A., a.g.e. s.19

ucuz hale gelecek ve İngiliz firmanın rekabet gücü ve satış cirosu aynı oranda düşecektir. Bu çerçevede yukarıda sayılan bu risklerin yönetimi konusunda fazla birşey yoktur. Burada yapılabilecek en fazla şey bütün risklerle ilgili bilgi akışını sürekli olarak toplayarak tavır almak olabilir.⁷

Aşağıda ayrıntılı olarak açıklayacağımız, yönetilebilen risklerin ise tamamen ortadan kaldırılması mümkün değildir, ancak belirli bir güven aralığı içerisinde yönetilebilmeleri söz konusudur.

Riskler para ve döviz piyasasında farklılık gösterir. Ancak her iki piyasada da geçerli olan riskler bulunur. Bunlar genelde fon yönetimi açısından değerlendirilir. Bu değerlendirme, fon yönetimi işlemlerinin karlılığını belirlemeye ve bu işlemlerde kabul edilebilir riskin kontrolüne yardımcı olur.⁸

Karşı karşıya kalınan en önemli risk unsuru “fiyat riski”dir. Fiyat riski, herhangi bir ürünün ileri bir vadedeki spot fiyatının beklenen değerinden sapmasıdır ki, bu sapmanın mutlaka negatif yönde olması gerekmemektedir. Eğer beklentiler tarafsız ise, fiyatlardaki lehte değişimler olması olasılığı, aleyhte değişimlerle aynıdır. Bu açıdan risk denildiğinde, gelecek bir vadedeki spot fiyatların beklenenden pozitif veya negatif yönde sapması anlaşılır.⁹

1.2.1. FAİZ ORANI RİSKİ

Kısaca ileri bir vadedeki faiz hadlerinin beklenen değerlerinden sapması olarak da tanımlanan faiz oranı riski, bir yatırımdan elde edilen getiri oranının ya-

⁷ KIRIM A. a.g.e. s.10

⁸ Saniye GÜMÜŞELİ “Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri” T.B.B. Yayınları Ankara 1994

⁹ AKSEL A. a.g.e., s.19

tırım döneminin başlangıcındaki beklenen getiriden farklı olması anlamına gelir.

Örneğin, 1 ay vadeli borçlanıp 6 ay vadeli fon plase edersek, 6 aylık faiz oranını başlangıçta kilitlemiş oluruz. Bu durumda birinci ayın sonunda borcu geri ödemek ya da yenilemek için yeniden borçlanmak gerekir. Fakat işleme başlarken bir ay sonraki borçlanmada faiz oranının ne olacağı kesin olarak bilinemez. Bu durumda fon yöneticisi 1 ay sonra faiz oranlarının düşeceği varsayımıyla spekülasyon yapmak durumundadır. Eğer varsayım doğru çıkarsa başlangıçta fonları yüksek faiz oranı ile plase edip (6 ay) düşük faiz oranı ile yeniden finansman sağlar. Eğer başlangıçtaki beklentiler gerçekleşmeyip faiz oranları 1 ayın sonunda yükselirse, fon yöneticisi fonları plase ettiği oranın üzerinde bir faiz oranından borçlanacağı için zarar eder.

Nominal faiz oranlarındaki artışlardan kaynaklanan faiz oranı riski, temel işlevi olan fon aktarımında aracılık ettiği fonları çoğunlukla mevduat ve kredi kullanımını gibi borçlanmalar yoluyla sağlayan Türk Bankaları açısından daha da önem kazanmaktadır.¹⁰

Bankalar kar amacıyla çalışan kuruluşlar olduğuna göre sağladıkları yabancı kaynaklara ödedikleri faizlerle yaptıkları plasmanlardan aldıkları faizler arasında banka lehine bir fark olması gerekir. Ancak kısa vadeli borçlanıp, uzun vadede plase etmek, bir yandan bir faiz riski diğer yandan likidite riski yaratacaktır.¹¹

Faiz oranındaki değişiklik her zaman için bir olasılık olmakla birlikte faiz oranlarının istikrarlı olduğu dönemlerde bu risk kaynağı ciddiye alınmamıştır. 1970'li yılların sonundan itibaren faiz oranlarındaki değişimler hızlandığından

¹⁰ Hüseyin ÇİLLİ "Enflasyon, Bankalar ve Risk". T.B.B. yayınları Ankara 1994

¹¹ AKSEL A., a.g.e., s.20

faiz oranı riskinin etkisi çok büyük olmaktadır. Gerçekten de 1980'li yılların başından itibaren deregulation eğilimleri ile birlikte gelişmiş bir çok ülkenin yanı sıra ülkemizde de faiz oranları üzerindeki tavanların kaldırılması ve finansal piyasalardaki değişkenliğin artmasının bir sonucu olarak faiz oranları artık geçmişte kalmıştır. Bunun sonucu olarak bankacılık sistemleri önemli bir faiz riski ile karşı karşıya kalmış ve faiz riskinin yönetimi banka yönetiminin önemli konularından birisi haline gelmiştir.¹²

Faiz riski yönetiminde bilanço önemlidir. Vadelerde aktif ve pasif miktarının eşit olması yani açık olmaması hem likidite hem de faiz riskinden bankayı koruyacaktır. Vadesi gelen bir borcu yeniden fonlarken faizlerin yükselmiş olması veya kaynak fazlası plase ederken faizlerin düşük olması kar ve zarar rakamlarını doğrudan etkileyecektir. Dolayısıyla, faizlerle ilgili karar verirken tek belirleyici unsur faiz oranının kendisi değil, ayrıca kümülatif faiz, vergiler ve kaynaklar da etkilidir.¹³

Faiz riski; nakit akışı riski, portföy riski, ekonomik risk ve enflasyon riski olarak alt başlıklarda incelenebilir.

1.2.1.1. Nakit Akışı Riski

Firmanın değişken faizli bir borcu varsa veya bu firma ileri bir tarihte borçlanmayı planlıyorsa, firmanın faiz yenileme dönemlerinde veya kredi almayı planladığı tarihte faiz hadlerinin artması sonucunda bu borçların artan faizlerini ödemek için gerekecek nakit akışı ihtiyacı da artacaktır. Aynı şekilde bir firma ya

¹² Ali İhsan KARACAN "Bankacılık ve Kriz". Finans Dünyası Yayınları No:1 Tütünbank 1996

¹³ RIEHL Heinz-RODRIQUEZ Rita M:"Foreign Exchange And Money Markets" MC. Graw Hill Book CO., LONDON 1988 s.389

da bir fon yöneticisi değişken faizli bir yatırım aracına örneğin mevduat hesabına ya da değişken faizli tahvile yatırım yapmışsa, bu firmanın ya da yöneticinin faizlerin düşmesi karşısındaki nakit akışının azalma riski sözkonusudur.¹⁴

Faizlerdeki bu değişmeler ve dalgalanma hem borçlananlar hem de yatırımcılar açısından ileriye yönelik belirsizlikler doğurduğundan, gelecekteki faizlerin tahmín zorluğu firmaların bütçe planı yapmalarını zorlaştırmaktadır. Özellikle döviz cinsinden sağlanmış olan değişken faizli kredilerde bu faiz riski sorunu ciddi olarak ortaya çıkmaktadır. İleri vadelerdeki faiz haddi belirsizliklerini ortadan kaldırmaya yarayan hedging teknikleri, kuruluşların bütçe ve yatırım planı faaliyetleri önündeki önemli engelleri aşmalarına yardımcı olmaktadır.¹⁵

1.2.1.2. Portföy Riski

Portföy riski, belirli bir mali aktif envanterinin fiyatlardaki değişmeler karşısında değer kaybetme riskini içermektedir. Bu durum en fazla faiz getiren uzun vadeli kağıt portföyünde kendini göstermektedir. Bir örnekle açıklanırsa; bir bankanın elinde USD 10 Milyon değerinde bir Amerikan devlet tahvili portföyü olduğu farzedilirse, zaman içerisinde faizlerin artması durumunda bankasının elindeki tahvillerin değerinin azalması riski ciddi bir faiz riski oluşturacaktır. Sabit faizli menkul kıymetlerin ve spesifik olarak tahvillerin piyasa fiyatları ile faiz getirileri arasında ters bir orantı söz konusudur. Bu nedenle faizlerin ileri bir tarihte artması bankanın elindeki tahvil portföyünün değerini düşecektir. Örneğin getirisi % 8 olan ABD devlet tahvili için, faizlerin % 8'den % 10'a çıkması du-

¹⁴ AKSEL A. A.g.e., s.21

¹⁵ AKSEL A. A.g.e., s.21

rumunda sözkonusu portföyün değeri USD 2 milyon azalacaktır.* Bu durumda banka tahvilleri satabilir veya hedging yöntemiyle tahvil getirisini sabitleme yollarından birisine başvurabilir.

1.2.1.3. Ekonomik Risk

Faiz hadlerindeki değişmelerin firma üzerinde yaratacağı etkiler doğrudan olmayabilir. Örneğin enflasyonist bir ortamda faiz hadlerinin yükselmesi bir yandan tüketim eğilimini kısıp firmanın mallarına talebi azaltabilir. Diğer yandan faiz hadlerinin yükselmesi firmanın finansman maliyetlerini olumsuz yönde etkileyecektir. Kısacası firmanın faaliyet gösterdiği endüstri faiz hadlerindeki genel bir değişim firmayı olumsuz yönde etkileyecek ve firmanın bu tür riskler karşısında yönetim olanakları sınırlı olacaktır.

1.2.1.4. Enflasyon Riski

Mali aracılık faaliyetinin bir gereği olarak vade transformasyonu yapan bankaların aktiflerinin ortalama vadesi, genellikle pasiflerin ortalama vadesinden daha uzundur. Bu nedenle bankalar piyasa faiz oranlarındaki oynamalar nedeniyle ortaya çıkan “faiz riski” ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Tek neden olmamakla birlikte, enflasyon, nominal faiz oranlarının ve bu nedenle faiz riskinin artmasına neden olmaktadır.¹⁶

Nominal faiz oranlarındaki yükselmelerin önemli nedenlerinden birisinin

* Çünkü tahvilin borsa değeri 10 milyon \$’dan 8 milyon \$’a düşmüştür.

BD = $\frac{\text{Tahvilin Getiri Oranı}}{\text{Piyasa faiz Oranı}} \times \text{Tahvilin Nominal Değeri}$

formülü çerçevesinde hesaplanmıştır.

¹⁶ ÇİLLİ H. A.g.e., s.8.

piyasalardaki birimlerin enflasyon bekleyişleri olduğu bilinen bir gerçektir. Birimlerin, enflasyon oranının gelecek dönemlerdeki düzeyine ilişkin bekleyişlerinin, enflasyonun yükseleceği yönünde değişmesi durumunda, bu bekleyişler kaçınılmaz olarak nominal faiz oranlarına yansiyacaktır. Bu gelişmeler, alacaklarının vadesi genellikle borçlarından daha uzun olan bankaların aktiflerini yeniden fiyatlamalarının belirli bir gecikme dönemini gerektirmesi nedeniyle, net faiz gelirlerinde bir azalmaya neden olacaktır.

Enflasyonun bir diğer etkisi, atıl tutulan TL. fonlarının maliyetini artırmasıdır. Bu etki, bankaların kısa dönemli beklenmedik fon giriş ve çıkışlarının olumsuz etkilerini gidermek amacıyla atıl rezervler bulundurma maliyetini yükseltmektedir. Enflasyon oranının görece olarak yüksek olduğu bir ortamda çalışan bir banka açısından en akılcı yol TL. fonları atıl bırakmamak ve yapılabildiği ölçüde en uygun fiyattan satmaktır. Bankaların günlük işlemleri sırasında karşılaştıkları büyük montanlı fon giriş ve çıkışlarının olumsuz etkisini gidermek amacıyla kullanılacak yedek fon bulunmayacak ve gereken fonlar piyasalardan sağlanmaya çalışılacaktır. Sektördeki tüm bankaların aynı şekilde davranması durumunda, kısa vadeli fon faiz oranlarındaki dalgalanmalar sıklaşacak ve piyasalar giderek daha istikrarsız duruma gelecektir.¹⁷

Bankaların enflasyon riskine karşı bir önlem almadıkları varsayılarak yapılan araştırmalar, enflasyonun Türk Bankacılık Sektörünü temel olarak 2 yolla etkilediğini göstermektedir. İlk olarak, enflasyon, bankaların gelecek dönemlerde beklediği fon girişlerinin satın alma gücünde bir belirsizliğe neden olmaktadır. İkinci olarak, enflasyon oranındaki artışlar enflasyon bekleyişleri kanalıyla nomi-

¹⁷ ÇİLLİ H. A.g.e., s.8

nal faiz oranlarında da artışa neden olmakta ve bu yolla, bankaların net faiz gelirlerini azaltmaktadır.

1.2.2. KREDİ RİSKİ

Kredi riski karşı tarafın sözleşmeden doğan taahhütlerini yerine getirmemesi ile ilgilidir. Yani muhatabın sözleşmesindeki koşulları veya yükümlülüklerini yerine getirip getiremeyeceğinin belirsizliği kredi riskini doğurur. Sözleşmede yer alan özel maddelerin yerine getirilmesini engelleyecek sebepler, tarafların bulunduğu coğrafi alanda oluşan dış etkiler veya tarafların mali durumuyla ilgilidir.¹⁸

Para piyasasında kredi riski çok açıktır. Bu piyasada taraflardan biri fonları ödünç alır veya borç verir(plase eder). Borç alan açısından herhangi bir risk sözkonusu değildir. Ancak plase eden taraf her zaman borçlunun borçlarını ödeme riski ile karşı karşıyadır. Çok karlı bir faiz oranından borç verilmiş olsa dahi, borçlu borçlarını ödeyemediği takdirde, plasmanı yapan taraf zarara uğrar.

Döviz piyasasında kredi riski, ödeme güçlüğü'nün döviz anlaşmasındaki valör tarihi veya valör tarihinden önceki bir tarihe rastlamasına bağlı olarak farklı etkiler gösterir. Ödeyememe durumu anlaşmanın valör tarihinden önce farkedilirse ve fon yöneticisi valör tarihinde başka nakit girişleri olacağını beklemiyorsa, piyasadan da fon sağlama yoluna gitmek zorunda kalabilir. Bu işlem sonucundaki kar veya zarar da piyasadan sağlanan fon için ödenecek faiz oranı ile, valör tarihinde tahsil edilemeyen alacağın faiz oranına bağlıdır. Anlaşmanın valör tarihinde borcun ödenmemesi durumu, kredi riski açısından daha ciddi bir

¹⁸ HASAN SELÇUK: "Finansal Hizmetler Sektöründe Yeni Araç ve Teknikler" İlk Birleşik Yayıncılık Ltd. İstanbul 1993. s.99

durumdur. Bu durumda plasmanı yapan taraf açık pozisyona düşebilir ve borç faizi ödemek zorunda kalır.¹⁹

Döviz piyasasında en önemli kredi riski karşı tarafın vadede işlem yapılmak üzereyken iflas etmesidir. Farklı mali kesimler arasındaki zaman farkları da göz önüne alındığında bir taraf işlemin kendine düşen kısmını kendi çalışma saatleri içinde gerçekleştirirken, diğer tarafın işlemin gerçekleşeceği gün iflasını bildirme yoluna gitmesi ile işlemi gerçekleştiren tarafın kaynaklarını % 100 kaybetmesine neden olacaktır.²⁰

Kredi riski ve yönetilmesi bankalar için de büyük önem taşır. Kredinin geri ödenmeme riski kredinin verildiği anda başlar. Banka bilanço dışı faaliyetleri nedeniyle (kabuller, teminat mektupları, para opsiyonları da) banka için kredi riski oluşturur. Sözleşmenin taraflarına karşı tarafın yükümlülüğünü yerine getireceğine dair garanti vermek aracı kuruluş olan banka için bazı yükümlülüklerin karşılıklı olarak yerine getirildiği ana kadar potansiyel anlamda bir kredi riski niteliği taşımaktadır.²¹ Taraflardan birisi yükümlülüğünü yerine getirmediği zaman bu potansiyel kredi riski gerçeğe dönüşür. Bankayı bu yükümlülüğü yerine getirmek zorunda bırakır.

Banka da bu riski sınırlamak için, genelde kredi müşterilerinin piyasadaki itibarını, morolitesini ve mali durumunu ayrıntılı olarak inceler. Ayrıca riski dağıtmak amacıyla da değişik para birimlerinden ve farklı müşteri grupları ile döviz ticareti yaparlar. Zaten banka normalde tanıdığı ve güvendiği müşterileri ile çalışır.²²

¹⁹ GÜMÜŞELİ a.g.e., s.89

²⁰ AKSEL, a.g.e., s.24

²¹ Roger A.Coe and Emmanuel N. ROUSSAKIS: "Credit Analysis of Foreign Loans" in Raussakis (Ed), 1983, s.260.

²² SELÇUK, a.g.e., s.100

1.2.3. LİKİDİTE RİSKİ

Likidite, borçlunun örneğin bankanın ödemelerini zamanında yapma yeteneğidir. Diğer bir anlamda ödemelerin zamanında yapılmasını sağlayacak imkanlara Likidite denir. Merkez Bankası ve muhabirleri neznindeki vadesiz hesapların serbest bakiyeleri, kasadaki paralar, istenildiği anda paraya dönüştürülebilen değerler bankanın ödemelerinde serbestçe kullandığı değerlerdir.²³

Likidite riski, bankanın yeterli derecede nakit sağlayamadığı için muhtemel mevduat çekilmelerini ödeyememesi ve kredi taleplerini geri çevirmesinden doğan bir riskdir. Bu risk banka için çok önemlidir. Çünkü yetersiz Likidite, piyasadaki prestiji sarsar, çok fazla likidite ise bankanın karlı yatırımlarına engel olur. Banka karlılık ile güvenilirlik arasında sürekli bir ikilem yaşar.²⁴

Bankalar esas olarak bilançonun pasif tarafına aldıkları mevduatı, bankalar arası borcu ve sermayeyi aktifte krediler şeklinde değerlendirmektedir. Kısa vadeli pasifler, kısa vadeli aktifleri, uzun vadeli aktifler uzun vadeli pasifleri fonlayarak her iki tarafta da vadelerin birbirlerini tutması gerekmektedir. Yani 90 günlük bir mevduat ile 90 günlük bir kredi fonlanarak, ikisinin de vadesi aynı güne gelmeli, faizi ile birlikte tahsil edilen kredi ile mevduat ve faizi ödenmelidir. Ancak uygulamada her aktif ve pasif kalemini aynı vadeye denk getirebilmek güç olduğundan, bilançodaki hareketleri de tek tek takip etme olanağı yoktur.²⁵

Para piyasasında likidite riski, fonların borçlanma süresinden daha uzun süreli plase edilmesi durumunda ortaya çıkar. Döviz piyasasında likidite riski ise,

²³ Joseph F.SİNKEY:”Commercial Bank Financial Management” Maxwell-Mc Million New York, 1991 s.420

²⁴ Gonca KİLİNÇ: Bankacılar Dergisi Sayı:6 Ekim 91. T.B.B. Yayınları s.56

²⁵ AKSEL, a.g.e., s.24.

istenilen para cinsinden fon bulabilme belirsizliğinden ortaya çıkar. Bir işlemdeki risk derecesi, istenilen amaç için para ya da döviz piyasasının seçilmiş olmasına göre değişir.²⁶

Yeterli Likiditenin sağlanması, bankacılığın temel koşullarından birisidir.

Likidite ile ilgili gereksinimler birbirine benzemekle beraber dört ana grupta toplanabilir.²⁷

- Net fon çıkışını sağlamak ve yerine yeniden konulması gereksinimi;
- Fonların beklenen girişinin olmaması durumunda yeni fonların bulunması gereksinimi;
- Muhtemel pasiflerin vadesi gelmesi durumunda yeni fonların bulunması gereksinimi
- Yeni kredi işlemlerinin yüklenmesini sağlayacak fonların bulunması gereksinimi.

Likidite riskini kontrol altına alabilmek için, önce firmanın likidite ihtiyacının doğru olarak tahmin edilmesi gerekir. Likidite ihtiyacının belirlenmesinde yöneticiler geçmiş tecrübe ve önsezilerine güvenebilecekleri gibi, sayısal yöntemler de kullanabilirler.

1.2.4. ÜLKE RİSKİ

Ülke riski literatürde “sınırlar ötesi kredi verme ilişkilerinde, kredi açılan ülkede meydana gelebilecek bazı olaylar neticesinde kayba uğrama olasılığı” şek-

²⁶ GÜMÜŞELİ, a.g.e., s.90

²⁷ SELÇUK, a.g.e., s.100

linde tanımlanmaktadır.²⁸

Ülke riski uluslararası borçlanmayı iç borçlanmadan ayıran önemli bir unsurdur. Borçlanmayı ister hükümet ister özel olarak faaliyette bulunan, fakat kamunun yararlandığı firma veya özel teşebbüs yapsın, siyasi ekonomik faktörler ülke riskini ve kredibilititesini değerlendirmede önemli bir unsur teşkil eder.²⁹

Ülke riski değerlendirmesi çok yeni bir disiplin olmakla beraber hızlı bir gelişme göstermektedir. Bugün bankacılıkta sınır ötesi her kredi ilişkisi ülke riski kavramı dahilinde değerlendirilir. Bankalar risk takibi için büyük personel ve ekipman yatırımları yapmaktadırlar. Giderek globalleşen dünyamızda bağımsız kuruluşların periyodik olarak açıkladığı ülke riski dereceli ve sınıflandırmalar ülkelerin dış kredibilitelerine ve hatta uluslararası ekonomik ilişkilerine yansımaktadır.³⁰

Ülkelerin siyasi veya ekonomik yapılarındaki ani değişiklikler uluslararası piyasada ülke kredibilitésinin değişmesine neden olur. Bu da ülke parasının kıymetini olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Döviz sözleşmesi ile taahhütte bulunmuş firma ve bankaların taahhütlerini yerine getirmemeleri prestijlerini kaybetmelerine neden olurken, aynı zamanda karşı tarafın döviz pozisyonunu bozmakta, karlılıklarını etkilemektedir. Ülke riskini belirlemede ülkenin dış ödemeler dengesindeki gelişmeler, borçların yapısı, Merkez Bankası'nın likidite gücü GSMH'sının büyüme oranı ihracat içindeki sanayi mallarının oranı, ihracatındaki

²⁸ İlker PARASIZ- Kemal YILDIRIM: "Uluslararası Finansman" Ezgi Kitabevi Yayınları Bursa, 1994 s.287

²⁹ SELÇUK, a.g.e., 102

³⁰ PARASIZ İ, YILDIRIM K., a.g.e., s.287

büyüme oranı ve enflasyon oranı önemli rol oynar.³¹

1.2.5. DÖVİZ KURU RİSKİ

TL. karşılığında döviz satın alma (döviz fonlama) veya döviz satarak TL. kaynağı yaratma (TL. fonlama) işlemlerinden doğan riske kur riski denir. Yani döviz ile ulusal para ilişkisi kur riskini yansıtmaktadır.³²

İthalat ve ihracatla uğraşan firmalar Türk Lirasının dışındaki bir dövizin borçlusu ya da alacaklısı olduğunda “döviz riski” denilen bir riskle karşı karşıya kalırlar. Eğer bir firma belli bir döviz cinsinden borçlanmışsa, bu dövizin değerinin yükselmesi durumunda TL. olarak borcu artar, tersi durumda ise azalır. Aynı firma belli bir döviz cinsinden alacaklıysa, bu dövizin değeri yükseldiğinde alacağı değerlenir, tersi durumda ise azalır.³³

İkinci Dünya Savaşından sonra oluşturulan Bretton Woods Para Sisteminin 1970’li yıllarda çöküşünden sonra kontrollü de olsa esnek kur sistemine geçilmesi, firma ve finansal işlemlerle uğraşan tüm kuruluşları döviz kurlarındaki değişmelerin etkileriyle karşı karşıya bırakmıştır. Özellikle ithalat ve ihracatla uğraşan firmalar mal siparişlerinin alınış tarihiyle malların teslim tarihi arasında geçen süre içinde bir yandan yurtiçi fiyat değişmelerini, öte yandan ülkesinin parasının yabancı paralar karşısındaki değerini, ayrıca yabancı paraların birbirlerine göre olan değerlerindeki değişmeleri yakından gözlemek zorundadırlar. Gözlemlere bağlı olarak daha sonra izlenecek stratejiler saptanacaktır. İşte oluşan bu yeni durum firmaların ve bankaların döviz kurlarındaki değişmelerin neden olabileceği

³¹ SELÇUK. a.g.e., s.102

³² SELÇUK. a.g.e., s.97

³³ PARASIZ-YILDIRIM. a.g.e., s.338

kayıplara karşı kendilerini korumak için bazı önlemler almalarını zorunlu kılmaktadır.³⁴

Döviz kuru riski daha önce de bir risk kaynağı olmasına rağmen bankacılık sistemlerinde özellikle 1970'li yılların başında sabit kurlar sisteminin terkedilmesi ile önemli hale gelmiştir. Diğer yandan mali piyasalarda globalleşme ve yabancı paralı işlemlerin bankaların bilançosundaki göreceli payının artması döviz riskini önemli hale getirmiştir. Yabancı paraların herbirinin değer kazanım/yitirim oranlarının zaman içinde farklılık arzemesinin yanısıra değişkenliğin artması kambiyo riskinin önemli kaynaklarından birisidir. Bankalar bu risk kaynağından kar edebileceği gibi önemli zararlarla da karşılaşabilirler. Bu açıdan bankaların yabancı paralı yükümleri ile yabancı paralı varlıklarının yönetimine özel bir önem vermek zorundadırlar.³⁵

Bir firmanın döviz kuru riski ile karşı karşıya kalması için mutlaka uluslararası faaliyet göstermesi gerekmemektedir. Yerel paranın, yabancı paralar karşısında değerinin değişmesi ulusal firmaların faaliyetlerini olumlu veya olumsuz şekilde etkileyebilir. Örneğin, TL'nin yabancı paralar karşısında değerinin yeterince düşmediği ve o dönem için aşırı değerli kaldığı varsayılırsa, bu durumda ithal malların fiyatları görece olarak ucuzlayacak ve ulusal faaliyet gösteren bir firma, döviz kurlarında TL lehine oluşan bu değişim sonunda satışlarının azaldığını görecektir.³⁶

İthalat ve ihracat işlemlerinde döviz riskinden sakınmak taraflardan sadece

³⁴ PARASIZ-YILDIRIM, a.g.e., s.340

³⁵ KARACAN, a.g.e., s.24

³⁶ KIRIM, a.g.e., s.14

birisi için mümkündür. Örneğin üç ay sonra markla ödemede bulunmak üzere Almanya'dan ithalatta bulunan bir Türk ithalatçısı, üç ay sonra Alman Markı değerlenirse döviz riskiyle karşı karşıya kalacaktır. Türk ithalatçısı bu riskten kaçınmak için Alman ihracatçısından alacağını dolarla fatura etmesini isteyebilir. Bunu sağlarsa bu kez risk dolar alacaklısı olan Alman ihracatçısı üzerinde kalacaktır.³⁷

İthalatçı ve ihracatçı firmaların karşı karşıya buldukları döviz riskinin büyüklüğü döviz pozisyonuyla ölçülür. Döviz pozisyonu bir firma ya da bankanın yabancı para olarak alacakları ve angajmanları arasındaki pozitif veya negatif fark olarak tanımlanabilir.³⁸

“Döviz Pozisyonu= Sahip olunan döviz+Elde edilecek döviz-Ödenecek dövizler”

şeklindedir. Döviz pozisyonunun sıfır olduğu duruma kapalı pozisyon denir.

Denklemin cebirsel toplamı pozitifse, uzun döviz pozisyonu, negatifse kısa döviz pozisyonu söz konusudur. Son iki durumda döviz pozisyonuna açık pozisyon (open) denir. Bunun ekonomik anlamını şöyle açıklayabiliriz.³⁹

1- Kapalı döviz pozisyonunda döviz riski sıfırdır.

2- Firmaca tutulan dövizlerin değerlerinin yükselmesi bekleniyorsa uzun döviz pozisyonunda bulunmak kazançlıdır.

3- Firmaca tutulan dövizlerin değerlerinin düşmesi bekleniyorsa kısa döviz

³⁷ PARASIZ İ, YILDIRIM K., a.g.e., s.339

³⁸ PARASIZ İ, YILDIRIM K., a.g.e., s.339

³⁹ PARASIZ İ, YILDIRIM K., a.g.e., s.339

pozisyonu avantaj sağlar.

İster uzun, ister kısa pozisyon olsun, açık pozisyon olduğu sürece bankalar her zaman kur riski ile karşı karşıyadır. Bankalar herhangi bir döviz cinsiyle ilerde daha karlı bir fiyattan kapatmak üzere kısa veya uzun pozisyon tutmaktadır. Günümüzde Interbank piyasası kısa zamanda pozisyon ayarlama olanağı sağladığında bankalar kur dalgalanmalarından kar elde edebilmek amacıyla dengesiz pozisyonda kalmaktadırlar.⁴⁰

Döviz kuru riski Muhasebe riski ve işlem riski olarak iki başlıkta incelenebilir.

1.2.5.1. Muhasebe Riski

Muhasebe riski, firmanın yabancı bir döviz cinsinden belirlenmiş olan aktif-pasiflerinin yerel para cinsinden değerlerinin, bir muhasebe döneminden diğer muhasebe dönemine kadar geçen zamanda, döviz kurlarındaki değişimlerden dolayı ve herhangi bir fiziki işlem olmaksızın değişmesi riskini ifade etmektedir. Yani döviz cinsinden belirlenmiş aktif-pasiflerin muhasebe kayıtları için yerel para birimi cinsine çevrilmesi sonucunda ortaya çıkan bir risktir. Burada herhangi bir fiziki aktif alım-satımı ile pasiflerde fiziki bir değişiklik söz konusu olmayıp, yalnızca kur değişimleri sonucunda yerel para cinsinden muhasebe kayıtlarındaki değerlerin değişmesi söz konusudur. Bu risk öncelikle çok uluslu şirketlerin sıkça karşılaştıkları bir risk olarak yönetilmesi çok önemli bir risktir.⁴¹

⁴⁰ SELÇUK, a.g.e., s.97

⁴¹ AKSEL, a.g.e., s.23

1.2.5.2. İşlem Riski

İşlem riski, faaliyetlerini yabancı para üzerinden yapan çok uluslu şirketler, büyük kuruluşlar ve devletler için önem taşır. Bir firmanın faaliyetlerini döviz üzerinden yapması işlem riskini doğurur. Döviz kurundaki bir değişim firmanın bütçelenmiş harcamalarının beklenenden daha az veya çok olmasına, yine aynı şekilde gelirlerinin beklenenden daha az veya çok olmasına sebep olabilir.

İşlem riski, faaliyetleri birden fazla yabancı para ile gerçekleşen şirketler için daha önemlidir. Örneğin bir firma ihracatı karşılığında DM alıyor, ithalatı karşılığında ise YEN ödüyorsa, çapraz kurlardaki bir değişiklik firmanın ciddi zararlara uğramasına sebep olabilir.

İKİNCİ BÖLÜM

2. RİSKTEN KORUNMADA TÜREV ARAÇLAR

2.1. OPSİYONLAR

Opsiyon, iki taraf arasında düzenlenen, taraflardan birine belli bir bedel karşılığında, kararlaştırılmış fiyatta ve tayin edilmiş vade sonunda ya da sözkonusu vadenin içinde herhangi bir tarihte belli miktarda bir varlığı satın alma ya da satma hakkı veren, diğer tarafa aldığı bedel karşılığında sözü edilen hakkın kullanılması durumunda ilgili varlığı anlatılan şartlarda satma ya da satın alma yükümlülüğü getiren bir sözleşmedir.⁴²

Opsiyon sözleşmelerinde elde edilen hakkı kullanıp kullanmama opsiyon alıcısının inisiyatifinde olduğu halde, opsiyon satıcısının yerine getirme yükümlülüğü vardır.

Bir opsiyon sözleşmesi aşağıdaki unsurları içerir:

- Opsiyon kontratında taraflar
- Opsiyon kontratına konu varlık
- Opsiyon kontratına ilişkin vade
- Opsiyon kontratında uygulama fiyatı
- Opsiyon kontratına konu varlığın büyüklüğü
- Opsiyonun primi.

⁴² Frank J.FABOZZI, and Frank G.ZARB, "Handbook of Financial Markets" 1981. s.545

2.1.1. OPSİYONLAR İLE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

2.1.1.1. Opsiyon Kontratında Taraflar

Opsiyonun tanımından da anlaşılacağı üzere her opsiyon kontratında iki taraf vardır. Bunlardan biri opsiyon kontratını bir bedel ödeyerek satın alan ve sözkonusu kontrat kapsamında ilgili varlığı, kontratta üzerinde anlaşma sağlanan koşullarda satın alma ya da satma hakkını elde eden opsiyonun sahibi iken, diğeri düzenlediği opsiyonu bir bedel karşılığında satan ve opsiyonun sahibinin opsiyonu uygulamaya koymasını durdurma veya elde ettiği hakkı kullanmaya karar vermesi durumunda opsiyon kontratında yer alan koşulları yerine getirme yükümlülüğü altına giren opsiyon satıcısıdır.⁴³

- Opsiyon Sahibi

Opsiyon sahibi, belli bir fiyat veya prim karşılığında satın aldığı opsiyon sözleşmesini, sözleşmede belirtilen süre içinde ya da sonunda kullanma hakkına sahiptir. Vade bitiminde opsiyonunu kullanmak istemeyip terk edebilir. Bu durumda, karşı taraftan primi iade etmesini talep edemez. Yani opsiyon satın alan yatırımcı, yatırıma baştan belli bir kayıpla başlar. Opsiyon sahibinin maksimum kaybı ödediği prim kadardır. Kazancı ise teorik olarak sınırsızdır.⁴⁴

Opsiyon sahibi veya hamili, alım opsiyonunda da, satım opsiyonunun da da aktif değerini satım veya alım olanaklarını elinde bulundurmakta, istediği takdirde vade sonunda opsiyon hakkını kullanmayı talep etmektedir.⁴⁵

⁴³ Ali CEYLAN: "Uygulamalı Portföy Yönetimi" Bursa 1993 S.149

⁴⁴ Ali CEYLAN: "Finansal Teknikler" Bursa 1993 S.206

⁴⁵ Ali CEYLAN: "Finansal Teknikler" Bursa 1993 S.206

- Opsiyon Satıcısı

Opsiyon satıcısı, belli bir fiyat veya prim karşılığında, opsiyon sözleşmesini hazırlayıp satmakla yükümlülük altına giren taraftır. Karşı taraf talep ettiği takdirde yükümlülüğü yerine getirmek zorundadır. Kazancı prim ile sınırlı olup, kaybı, fiyat dalgalanmaları doğrultusunda teorik olarak sınırsız olduğundan, opsiyon sahibine göre daha fazla risk alır.⁴⁶

Opsiyon satıcısı, opsiyonun konusu satma ise ilgili varlığı satmaya, opsiyonun konusu alım ise ilgili varlığı almaya mecburdur. Kısaca opsiyon satıcısı, opsiyonun yükümlüsüdür ve opsiyon sahibine opsiyona konu işlemi yapma ya da yapmama ayrıcalığını tanıyan taraftır.⁴⁷

Opsiyon vade tarihine kadar kullanılmazsa, değersiz duruma gelir ve satıcının yükümlülükleri kalkar. Bu hususlardan başka, opsiyon işlemlerinde, menkul kıymetlere ilişik kupon ve hakların koparılması (menkul kıymet sahibinin bu haklardan kendisinin yararlanması veya bu hakları bir başkasına devretmesi) önceden belirtilmiş yönetmeliklerle tespit edilir.⁴⁸

2.1.1.2. Opsiyonların Konusu

Opsiyonun konusu, opsiyonun tarafları arasında karara bağlanılan, opsiyon sahibinin satın alma veya satma hakkını elde ettiği, satıcısının ise ilgili hakkın kullanılması veya opsiyonun uygulanması durumunda satın almayı veya satmayı taahhüt ettiği opsiyona konu varlıktır. Opsiyonun tarafları arasında kararlaştırılan

⁴⁶ Levent VARLIK: "Opsiyonlar" Para ve Sermaye Piyasası Dergisi İstanbul Kasım 1987 s.26

⁴⁷ Murat OĞUZ: "Menkul Kıymet Seçimi ve Yatırım Yönetimi" İstanbul 1990 s.324

⁴⁸ Erhan KOTAR: "Menkul Kıymet Borsalarında Borsa Emirleri ve Muhasebesi" Ankara 1971, s.159

bu varlık:⁴⁹

Döviz

Hisse Senedi

Faiz

Altın

Mal

Hisse senedi endeksler

Vadeli sözleşmeler olabilir.

2.1.1.3. Opsiyonlarda Vade

Opsiyon kontratlarında vade ile opsiyon sahibinin ödediği prim karşılığında elde ettiği hakkı kullanabileceği dönem kastedilir. Daha açık bir deyişle vade, opsiyonun ve opsiyondan kaynaklanan hakkın sona erme tarihidir.⁵⁰

Opsiyonlar tiplerine göre bu dönem sonunda ya da bu dönem içinde herhangi bir tarihte uygulanabilir. Vadenin sona ermesiyle opsiyon sahibi hakkını talep edemezken opsiyon satıcısının yükümlülüğü sona erer.

Opsiyonların değerlendirilmesinde önemli bir unsur olan opsiyonun vadesi opsiyon düzenlenirken tespit edilir. Risk unsurunun yüksek olduğu uzun vadeli opsiyonların değeri daha yüksek iken, vadesi kısa olan opsiyonların değeri daha düşüktür.⁵¹

⁴⁹ LOLL.M.LeoM and BUCKLEY, Juliong: "The Ojer. The Counter Securities Markets" B.4., New Sersey 1983 s.229

⁵⁰ Paul BISHOP, Don. DIXON: "Foreign Exchange Handbook" 1992. s.190

⁵¹ Russel Fuller, James L.Jr. FARRELL: "Modern Investments And Security Analysis" 1987, s.519

Vade değerini belirleyen önemli bir faktör, opsiyonun el değiştirdiği gün ile vade sonu arasındaki sürenin uzunluğudur. Vade tarihi yaklaştıkça vade değeri azalır. Bu değer vade tarihinde sıfır olur ve opsiyonun fiyatı, kullanım karına eşit olur.⁵²

Opsiyon vadesi ile ilgili uygulamalar opsiyonların uygulandığı piyasalara göre farklılık arz eder. Disipline olmuş, organize edilmiş opsiyon piyasalarında vadeler standarttır. Bu piyasalarda üçer aylık aralıklar halinde üç ayrı kullanım tarihleri vardır. En uzun opsiyon vadesi dokuz aydır. Sözü edilen kullanım tarihleri aşağıdaki kullanım devrelerinden birine aittir.⁵³

Ocak, Nisan, Temmuz, Ekim

şubat, Mayıs, Ağustos, Kasım

Mart, Haziran, Eylül, Aralık

Bu dönemlerden görüleceği gibi herhangi bir anda, o zamana en yakın üç dönemli opsiyonlar elde edilmektedir. Bu sebeple opsiyonların vadeye olan süreleri asla dokuz ayı geçmeyecektir. Opsiyonların sona erme tarihi daima opsiyon kontratında belirtilen ayın üçüncü Cumasını izleyen Cumartesi günü olarak belirlenmiştir. Geleneksel olarak opsiyonlar, Ocak, şubat ve Mart aylarından birinde başlayan ve içinde bulunulan aydan sonraki ilk aydan sonraki altı ayı içeren dönemlerle elde edilebilmektedir.⁵⁴

Tezgahestü piyasalarda opsiyonlar düzenlenirken, ilk planda tarafların ihti-

⁵² CEYLAN. a.g.e., s.216

⁵³ Mesude ÇINGILLI : “Opsiyon Piyasaları ve Opsiyonların Fiyatlandırılması” Ankara 1992, s.7

⁵⁴ İlhan GÖKALAN: “Yeni Bir Finansal Araç: Opsiyonlar “Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İTÜ. 1991 s.16

yaçları gözönüne alındığı için bu piyasalarda farklı vade uygulamaları olmaktadır. Diğer taraftan opsiyonun, Amerikan tipi veya Avrupa tipi olmasına bağlı olarak vade uygulaması değişir. Avrupa tipi opsiyonlarda, opsiyonun uygulanması sadece vadenin sonunda yapılabilirken, Amerikan opsiyonlarında, opsiyonun uygulanması vade sonu dahil olmak üzere vade boyunca herhangi bir tarihte yapılabilir.⁵⁵

2.1.1.4. Opsiyonlarda Fiyat

Opsiyon düzenlenirken tespit edilen, opsiyon sahibinin, opsiyondan kaynaklanan satın alma hakkını kullanırken opsiyona konu varlığı satın alacağı fiyat veya opsiyondan kaynaklanan satma hakkını kullandığında opsiyona konu varlığı satacağı fiyata uygulama ya da kullanım fiyatı denir.⁵⁶

Bütün opsiyonlarda en önemli sorun, opsiyon konusu varlığın özelliği ile fiyatı arasındaki dengeyi sağlayacak bir opsiyon fiyatının nasıl belirleneceğidir. Bütün ürünler gibi, opsiyonun fiyatı da opsiyon piyasasındaki arz ve talebe göre belirlenir. Ancak vade sonundaki opsiyonun değeri finansal varlığın fiyatı ile doğrudan ilişkili olduğundan, opsiyonun denge fiyatı, finansal varlığın fiyatının bir fonksiyonu olacaktır.⁵⁷

Opsiyonun niteliği gereği kullanım fiyatı; sahibine ilgili varlığın satın alma hakkı veren opsiyonlarda varlığın o andaki piyasa fiyatının üzerinde, sahibine ilgili varlığı satma hakkını veren opsiyonlarda ise varlığın o andaki piyasa fiyatının altında olması gerekir. Aksi takdirde opsiyon sahibinin opsiyondan kaynakla-

⁵⁵ Sezgin TUNÇ: "Opsiyonlar" Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi U.Ü. 1994, s.8

⁵⁶ Poul BISHOP, Don DIXON, "Foreign Exchange Handbook" 1992 s.189

⁵⁷ GÜMÜŞELİ, a.g.e., s.59

nan hakkını derhal kullanarak aradaki fiyat farkı kadar kar elde etme imkanı vereceğinden böyle bir sözleşme mümkün değildir.⁵⁸

Bir opsiyonun fiyatı iki unsur içermektedir. Bunlar kullanım karı (içsel değer) ve zaman değeridir. Kullanım karı, opsiyon gerçekleştiğinde elde edilen kardır. Alım opsiyonunda, opsiyonun kullanım fiyatı sözkonusu para biriminin spot piyasadaki fiyatından düşük ise, kullanım karı oluşur. Opsiyonun piyasa değeri genellikle kullanım karından yüksektir. Bu fark zaman değeridir. Bir başka deyişle, opsiyonun zaman değeri anlaşma yapıldıktan sonra işlemin gerçekleşeceği tarihe kadar geçen süre içinde opsiyon priminin, opsiyonun kullanım karını geçen kısmıdır. Vadeye kalan gün sayısı azaldıkça, opsiyonun zaman değeri de vade tarihinde sıfır oluncaya kadar düşer. Bu noktada sadece opsiyonun kullanım karı kalır.⁵⁹

2.1.1.5. Opsiyonlarda Prim

Prim, Opsiyon sahibinin opsiyonun satıcısıyla yaptığı sözleşme ile üzerinde karara varılan fiyat, miktar ve vade şartlarında sözleşmeye konu varlığı satın alma veya satma hakkını elde etmesi karşılığında ödemeyi kabul ettiği bir bedeldir.⁶⁰

Prim, sözleşme satın alınırken peşin olarak ödenir ve opsiyonun kullanılmaması durumunda iade edilmez.⁶¹

Primler banka opsiyon piyasalarında işlem hacminin belli bir yüzdesi olarak, borsalarda ise üzerine opsiyon yazılan yabancı para başına yerel para birimi ola-

⁵⁸ OĞUZ, a.g.e., s.326

⁵⁹ GÜMÜŞELİ, a.g.e., s.60

⁶⁰ BISHOP, DIXON; a.g.e., s.194

⁶¹ CEYLAN, a.g.e., s.217

rak talep edilirler.⁶²

Primi belirleyen etkenler ise şunlardır:

a) İçsel Değer

Diğer şartlar sabit kalmak şartıyla, kullanma fiyatı ile cari veya spot fiyat arasındaki opsiyon sahibinin lehine olan farka içsel değer denir. Alış opsiyonunda cari fiyatın kullanma fiyatını aştığı noktadan itibaren içsel değer artmaya başlar. Satış opsiyonunda ise tersine, spot fiyat, kullanma fiyatının altına düştükçe içsel değer artar. İçsel değeri yüksek olan opsiyonların primleri de yüksek olur.⁶³

b) Vade Uzunluğu

Vade bitimine kalan süre ne kadar uzunsa, fiyat değişimlerini tahmin etmek o kadar güç olur. Opsiyon satıcısı fazla risk üstlendiğinde opsiyon primi de artar. Hem alış, hem de satış opsiyonlarında vade uzadıkça prim artar.⁶⁴

c) Kullanma Fiyatı

Alış opsiyonunun kullanma fiyatı arttıkça, opsiyon sahibinin, opsiyonu kullanması için piyasa fiyatlarının yükselmesini bekleme süreci de artacak, bu da opsiyon satıcısının riskini azaltacağından kullanma fiyatı arttıkça opsiyon primi azalacaktır. Satış opsiyonunda ise, opsiyon sahibi opsiyonunu kullanmak için piyasa fiyatının, elindeki opsiyonun kullanma fiyatının altına düşmesini bekler. Kullanma fiyatı düştükçe opsiyon satıcısının riski azalacağından prim de düşer.⁶⁵

⁶² Sudi APAK; "Uluslararası Finansal Teknikler" İstanbul 1992, s.38

⁶³ CEYLAN, a.g.e., s.217

⁶⁴ Jeff MADURA: "Financial Markets and Institutions" Florida Atlantic University, 1989, s.275

⁶⁵ CEYLAN, a.g.e., s.219

d) Fiyatlardaki Değişiklik

Opsiyonun konusunu oluşturan kıymetin cari piyasadaki fiyatı büyük dalgalanmalar gösteriyorsa, ileri bir tarihte fiyatın ne olacağını kestirmek güçleşir. Riskin satıcı açısından yüksek olduğu bu tür opsiyonların primi yüksek olur.⁶⁶

e) Faiz Oranı ve Hisse Senedine Ödenen Kar Payı

Opsiyon primi peşin ödenip, peşin ödenen paranın bir başka yatırım aracında değerlendirilmesi durumunda, elde edilebilecek gelirden mahrum kalındığı için, primler kısa dönem faiz oranlarından etkilenirler. Fırsat maliyetinin arttığı durumlarda, gelecekteki işlemler üzerine yazılan opsiyonların primlerinde düşme olur. Çünkü böyle bir durumda, kısa dönem faiz oranları yükselir. Ancak, doğrudan oranlar üzerine yazılmış opsiyonlarda alış opsiyon primleri artar, satış opsiyon primleri ise düşer. Sonuç olarak, faiz oranı yükseldikçe opsiyon primi de artar.⁶⁷

Hisse senetleri için de durum aynıdır. Opsiyona konu olan menkul kıymetler hisse senetlerinin nakit kar payı dağıtımını yükseldikçe opsiyon primleri de artar.

2.1.1.6. Opsiyonların Uygulanması

Opsiyon sözleşmesinde belirtilen satın alma ya da satma hakkının kullanılmasına opsiyonun uygulanması ya da kullanılması denilir.⁶⁸

Opsiyonların tiplerine göre uygulanması farklılık gösterir. Amerikan tipi opsiyonlar, sahibine uygulama seçeneğini sözleşme süresi içerisinde herhangi bir

⁶⁶ MADURA, a.g.e., s.275

⁶⁷ CEYLAN, a.g.e., s.219

⁶⁸ BISHOP, DIXON, a.g.e., s.188

zamanda tanır ve bu opsiyonlar sözkonusu süre içerisinde herhangi bir zamanda uygulanır. Avrupa tipi opsiyonlar ise sözkonusu hakkı sadece sözleşmenin sona erme tarihinde tanır ve bu opsiyonlar ancak vade sonunda uygulanabilir. Her iki opsiyonda da vade bittikten sonra opsiyonlar kullanılamaz.

2.1.2. OPSİYONLARIN TARİHÇESİ

Son yılların türev ürünlerinden birisi olan opsiyonun geçmişi 1800 'lü yıllara uzanmaktadır. Başlangıçta yalnızca tarım ürünleri ticaretinde kullanılan opsiyonların finansal piyasalarda kullanılması oldukça yenidir. Mali piyasalardaki hızlı değişim türev ürünlerin önemini her geçen gün arttırmaktadır. Bu nedenle, günümüzde hiç bir finansal yönetici türev piyasalarını gözardı edememektedir.⁶⁹

17. yüzyılın başlarında Hollanda ve İngiltere'de tam organize olmayan borsalarda hisseler üzerine opsiyon ticareti yapılmaktaydı. Ancak opsiyonlar geçmişte birçok skandal ve yanlışlıklara maruz kalmışlardır. Bunun nedenlerinden biri, organize olmuş borsaların olmaması ve opsiyon kontratlarının yerine getirilmesini sağlayacak bir takas sistemiyle düzenleyici bir sistemin kurulmamış olmasıdır.⁷⁰

1973 yılında Chicago Opsiyon Borsasının açılışına kadar, hisse senetleri ve mal üzerine opsiyon ticareti tezgah üstü piyasada yapılmaktaydı. Bu sistemin avantajı opsiyon alıcı ve satıcılarının, opsiyon şartlarını kendi gereksinimlerine göre belirlemesidir. Dezavantajı ise, bu kontratların pazar likiditesinin gelişmesini engellemesi ve takas sisteminin olmaması nedeniyle, yükümlülüklerinin yeri-

⁶⁹ Mesude ÇINGILLI: "Opsiyon Piyasaları ve Türkiye'deki Gelişmeler" Kalkınma Dergisi Ankara 1992 s.21

⁷⁰ GÜMÜŞELİ a.g.e., s.56

ne getirilmemesi durumuyla karşılaşılmasıdır.⁷¹

Organize edilmiş bir borsada standart opsiyon kontratlarının bağımsız bir takas kuruluşunun garantisıyla yerine getirilmesi bu soruna çözüm getirmiştir. Chicago Opsiyon Borsasının başarılı olmasıyla daha sonra Philadelphia Borsası, Chicago Mal Borsası ve Amerikan Hisse Senedi Borsası kurulmuştur.⁷²

2.1.3. OPSİYON TÜRLERİ

Opsiyonlar, yatırımcıların ellerindeki varlıkları koşulları bugünden belirleterek gelecekte satma ve varlıkları yine koşulları bugünden belirlenerek gelecekte elde etme hakkı sağlamak üzere ikiye ayrılırlar. Satma hakkını verenler satış opsiyonları (put option), alma hakkını verenler alış opsiyonları (call option).

Satış ve alış opsiyonları birbirinden tamamıyla farklı kontratlardır. Her biri için birer alıcı ve birer satıcı gereklidir. Satışlar ve alışlar kesinlikle aynı işlemin zıt yüzleri değildir. Bir diğer deyişle satış opsiyonu satın alan kişi satış opsiyonu satarak ya da alış opsiyonu satın alan kişi ancak alış opsiyonu satarak pozisyonunu kapatabilir veya işlemi ya da geniş anlamda bir opsiyonu aldığı andan itibaren vade tarihine kadar istendiği anda işleme koyabilir. (exercise edilebilir)⁷³

Opsiyonlar, mal pazarlamalarında son derece değerli bir fiyat sigorta mekanizması temin ederler. Bir opsiyon alıcısı riskini sınırlarken, kar potansiyelini sınırsız kılabilir. Yani opsiyonu satın alan kişinin tüm riski satın almak için ödediği prim kadardır. Ancak opsiyon satan kişinin riski sınırsızdır, kontrat

⁷¹ GÜMÜŞELİ a.g.e., s.56

⁷² N.Desmond FITZGERALD: "Management of Currency Risk" London Eursmoney Publication 1986 s.54

⁷³ SELÇUK, a.g.e., s.146

bedelini olduğu gibi kaybetmesi imkan dahilindedir.⁷⁴

2.1.3.1. Alış Opsiyonları

Alış opsiyonu, iki taraf arasında yapılan, taraflardan birine (alıcısına) bir varlığı, belirlenen bir fiyatta, kararlaştırılan gelecek bir tarihte ya da kararlaştırılan gün ile anlaşmanın yapıldığı gün arasında herhangi bir tarihte satın alma hakkını veren, diğer tarafa ilgili varlığı sözü edilen şartlarda satma yükümlülüğü getiren bir sözleşmedir.⁷⁵

Cari piyasa fiyatının altında bir kullanım fiyatı olan alış opsiyonu karda bir opsiyon olarak adlandırılır. Diğer yandan kullanım fiyatı cari piyasa fiyatının üzerinde olduğunda zararda bir opsiyondan bahsedilir. Alış opsiyonu kullanıldığında hisse senetlerinin değişimi iki yatırımcı arasında olur. Bu bir ikincil piyasa faaliyetidir ve hisse senetlerinin ihraç eden şirket üzerinde bir etki sözkonusu değildir. Alış opsiyonunu düzenleyen yatırımcı alış opsiyonunun satıcısıdır, diğer yandan diğer yatırımcı, opsiyonun alıcısıdır.⁷⁶

Şimdi alış opsiyonuna bir örnek verelim:

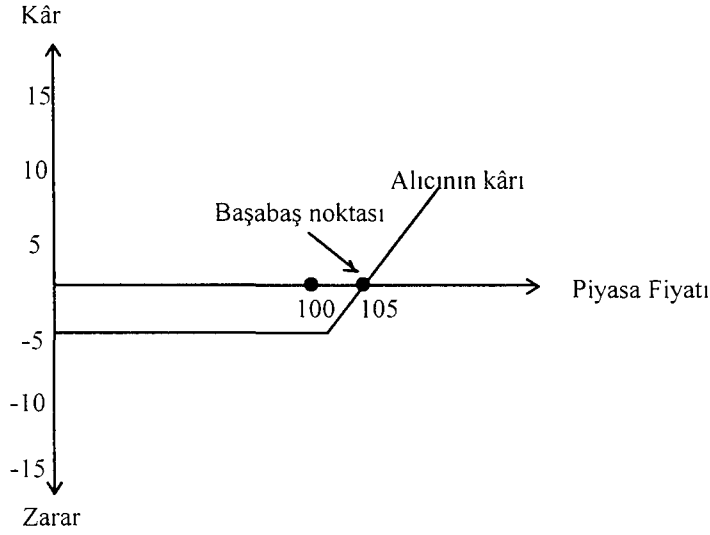
100 USD değerinde bir alış opsiyonu alalım ve bu opsiyon herhangi bir hisse senedinin opsiyonu olsun ve bunu almak için satıcıya 5 USD prim ödeyelim. Kısaca bu işlemin manası, eğer belli bir vade içerisinde bu hisse senedinin değeri artarsa bizim bunu anlaştığımız düşük kalan 100 USD'dan alma hakkımız var. Eğer bu hisse senedinin değeri düşerse, o zaman da daha düşük olan yeni değer-

⁷⁴ SELÇUK, a.g.e., s.146

⁷⁵ Ünal BOZKURT: "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi" İktisat Bankası Yayınları 1988 s.259

⁷⁶ TUNÇ, a.g.e., s.36

den piyasadan alma hakkımız var iken, daha yüksek değerden alma hakkımızı kullanmayız. Eğer bu hakkımızı kullanmazsak tüm kaybımız ödediğimiz 5 USD'lık prim olur. Ancak tahvillerin değeri 130 USD'a çıkarsa satıcıdan bize 100 USD'dan tahvilleri vermesini isteriz ve ödediğimiz 5 USD'ı düşersek 25 USD karda oluruz.⁷⁷



Şekil 1. Alış Opsiyonu Alıcısının Pozisyonu

Yukarıdaki örnekte eğer sona erme tarihinde hisse senedinin piyasa fiyatı 105 USD olursa opsiyonun alıcısı tam başabaş noktasında olacaktır. Paranın zaman değerini ve işlem maliyetlerini gözardı ettiğimizi düşünürsek, hisse senedi fiyatı 100 USD'nın üzerinde seyrettikçe opsiyonun değeri artacak ve 105 USD'dan sonra opsiyon alıcısı karlı konuma gelecektir.

Şekilden de anlaşılacağı üzere alış opsiyonu alıcısının getirisi teorik olarak sonsuzdur. Bunun yanında alış opsiyonunu alan yatırımcının görebileceği max. zarar miktarı, alış opsiyonuna konu olan hisse senetlerinin piyasa fiyatı ne olursa olsun, opsiyonu aldığı sırada ödediği prim miktarı ile sınırlıdır. Şekilde yatay ek-

⁷⁷ SELÇUK, a.g.e., s.147

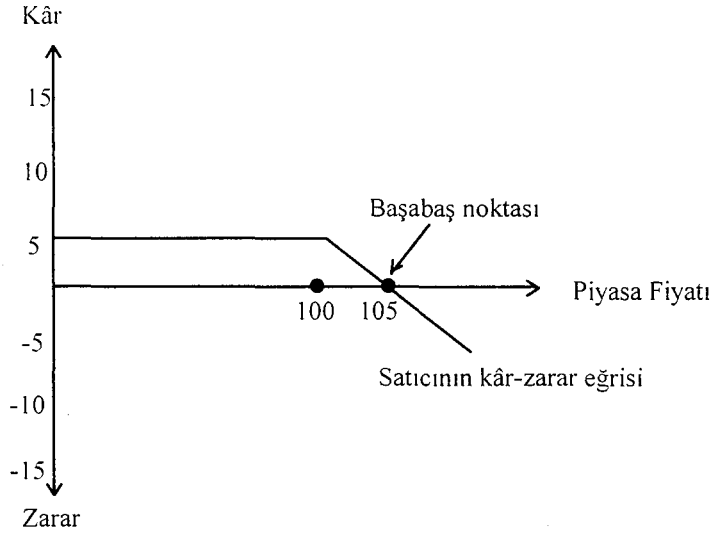
sene paralel olarak giden eğri, alış opsiyonu alıcısının (sahibinin) maksimum kaybını gösterir.

Şimdi de alış opsiyonu satıcısının pozisyonunu inceleyelim. Sahip olduğu hisse senetlerini gelecekte muhtemel olumsuz fiyat değişmelerinden korumak veya ilgili hisse senetleri fiyatlarında bir artış olmayacağı, bir düşme olabileceğinden hareketle opsiyon primi kadar bir spekülâtif kazanç elde etmek amacıyla bir yatırımcı, bir alış opsiyonu satarak hem sahip olduğu hisse senetlerinin fiyatlarını opsiyonda belirlenen fiyatla kilitleyerek olumsuz fiyat değişmelerine karşı pozisyonunu korur, hem de opsiyonun primi kadar bir kazanç elde eder.⁷⁸

Opsiyon satıcısı alış opsiyonunu bir prim karşılığında satar ve opsiyonun alıcısının vade bitiminde opsiyonu kullanmaya karar vermesi durumunda hisse senetlerinin fiyatı ne olursa olsun, her koşulda opsiyonda kararlaştırılan fiyattan satma yükümlülüğündedir. Bu yüzden alış opsiyonu satıcısının riski çok yüksektir. Bunun yanında opsiyon satıcısı opsiyonla birlikte hisse senetlerinin fiyatını kilitlediği için, hisse senedi fiyatlarındaki olumlu değişikliklerden yararlanamayacaktır.

Aşağıdaki şekil örnekteki alış opsiyonu satıcısının pozisyonunu gösterir. Şekil alış opsiyonu satıcısının pozisyonunun alış opsiyonu alıcısının pozisyonunun tam tersi olduğunu gösteriyor.

⁷⁸ TUNÇ, a.g.e., s.38



Şekil 2. Alış Opsiyonu Satıcısının Pozisyonu

2.1.3.2. Satış Opsiyonları

Satış Opsiyonu iki taraf arasında düzenlenen taraflardan birine, bir varlığı, belirlenen bir vadenin sonunda ya da o vadenin içinde herhangi bir tarihte karşılaştırılan bir fiyatta bir bedel karşılığında satma hakkını veren, diğer tarafa sözkonusu bedel karşılığında ilgili varlığı sözü edilen şartlarda satın alma yükümlülüğü getiren bir kontrattır.⁷⁹ Satış opsiyonu da alış opsiyonu gibi bir ikincil piyasa faaliyetidir.

Satış opsiyonunda alıcının kara geçme noktası hisse başına kullanım fiyatı ile hisse başına ödenen prim arasındaki farktır. Opsiyona konu hisse senedinin piyasada teşekkül eden fiyatı bu noktada ise, opsiyonun alıcısı opsiyonun bedeli olarak ödediği ve onun maksimum kaybı olan primi korumuş olacaktır. Hisse senedinin piyasa fiyatının bu noktanın altına düşmesiyle opsiyonun alıcısı kara geçmiş olacak ve hisse senedi piyasa fiyatının peyder pey düşmeye devam etme-

⁷⁹ BOZKURT, a.g.e., s.260

siyle opsiyon alıcısının karı da yükselecektir. Nihayet hisse senedi piyasa fiyatı sıfır olduğunda ise yatırımcının karı maksimum düzeye kavuşacaktır.⁸⁰

Satış opsiyonunu açıklayabilmek için aynı opsiyon örneğini ele alalım, ancak bu kez hazırlanan sözleşme hisse senetlerinin satma hakkını içermektedir.

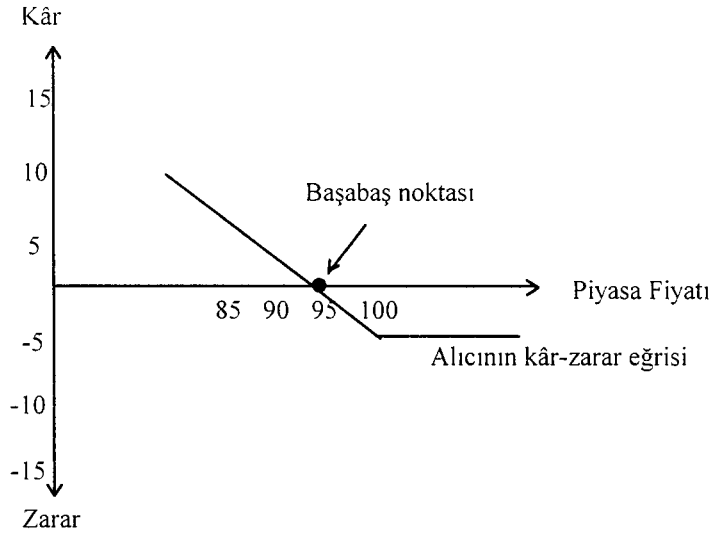
Eğer hisse senedinin piyasa fiyatı 100 USD ya da 100 USD'nin üzerine çıkarsa opsiyon alıcısı zarar edeceğinden opsiyonu kullanmaz, zararı ödediği prim kadardır.

Hisse senedinin piyasa fiyatı 100 USD'nin altına düşerse opsiyon sahibi 100 USD'dan satma hakkı elde ettiği için kar edecektir. Elde ettiği kar hisse senedi fiyatının düşmesi oranındadır. Hisse senedi fiyatı 80 USD'a düşünce, ödenen 5 USD prim de düşülürse 15 USD kar elde edilir.

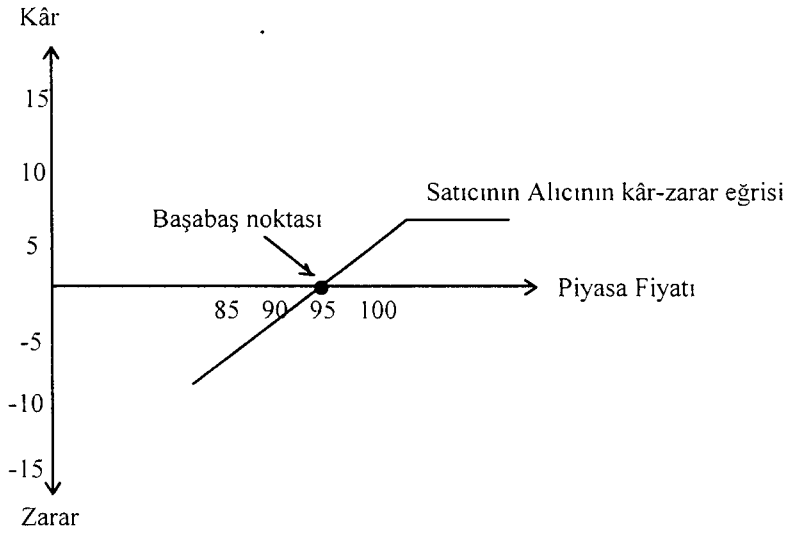
Hisse senedinin piyasa fiyatı 95 USD'a düşerse opsiyon sahibinin ödemiş olduğu prim miktarı olan 5 USD'la birlikte kazanç ya da kayıp olmayacağından bu nokta opsiyon sahibi için başabaş noktasıdır. Yani hisse senedinin piyasa fiyatı, 95 USD'a kadar opsiyon sahibi kar eder. Bu fiyattan yukarı olan fiyatlar ise opsiyon sahibi için zararı oluşturur ki, opsiyonu kullanmamakla zararı ödediği prim miktarı kadardır.

Satış opsiyonu satıcısı için durum ise daha farklıdır. Satış opsiyonu satıcısının bütün karı aldığı prim ile sınırlanmıştır. Buna rağmen çok yüksek bir risk altına girmiştir.

⁸⁰ TUNÇ, a.g.e., s.41



Şekil 3. Satış Opsiyonu Alıcısının Pozisyonu



Şekil 4. Satış Opsiyonu Satıcısının Pozisyonu

Bir yatırımcı, opsiyona konu olan hisse senetlerinin fiyatlarında düşme olmayacağı düşüncesinde ise satış opsiyonu düzenleyecektir. Eğer beklentisi doğru çıkar ve hisse senetlerinin piyasa fiyatları kullanım fiyatının üzerine çıkarsa, opsiyonun sahibi opsiyonu işleme koymıyacak ve opsiyonun satıcısı da opsiyon primi kadar bir kazanç elde edecektir.

Aşağıda alış ve satış opsiyonlarında tarafların hak ve yükümlülükleri şematik olarak gösterilmektedir.⁸¹

	<u>ALİŞ OPSİYONU</u>	<u>SATIŞ OPSİYONU</u>
<u>ALICI</u>	İlgili varlığı satın alma hakkı	İlgili varlığı satma hakkı
<u>SATICI</u>	İlgili varlığı satma yükümlülüğü	İlgili varlığı satınalma yükümlülüğü

2.1.4. OPSİYON TİPLERİ

Opsiyonların kararlaştırılan sona erme tarihleri içinde uygulanması ile ilgili olarak 2 tip opsiyon vardır. Amerikan tipi opsiyonlar ve Avrupa tipi opsiyonlar. Gerek spekülasyon amaçlarla, gerekse korunma amacıyla alınan opsiyonların geçerlilikleri boyunca uygun zamanlarda kullanılmalarına ilişkin iki yaklaşımı temsil eder.⁸²

2.1.4.1. Avrupa Tipi Opsiyonlar

Opsiyonların tayin edilen kullanım süresinin (sona erme süresi) sonunda uygulanmalarına imkan veren opsiyon tipidir.⁸³ Bu tip opsiyonun dezavantajı, uygulama vade sonu ile sınırlandırıldığından vade içindeki uygun fırsatlardan yararlanma olanağı yoktur. Bu tür opsiyonlar borsa dışı opsiyon uygulamalarında kullanılır.

⁸¹ Muharrem KARSLI: "Sermaye Piyasası Borsa ve Menkul Kıymetler" İstanbul 1989. s.216

⁸² TUNÇ, a.g.e., s.43

⁸³ BISHOP, DIXON, a.g.e., s.191

2.1.4.2. Amerikan Tipi Opsiyonlar

Opsiyonların belirlenen sona erme tarihinin sonunda ya da sözkonusu tarihin içinde herhangi bir zamanda uygulanmalarına imkan veren opsiyon tipidir.⁸⁴

Amerikan tipi opsiyonlarda opsiyon sahibi, satın alma ya da satma hakkını sözleşmede belirtilen vade boyunca istediği bir günde kullanabilir. Oysa Avrupa tipi opsiyonlarda opsiyon ancak ve ancak vadenin son günü kullanılabilir.⁸⁵

Daha esnek oldukları için Amerikan opsiyonları Avrupa opsiyonlarına oranla daha pahalıdır.⁸⁶ Bu tip opsiyonlarda, vade içerisinde çıkan fırsatların değerlendirilebilmesi ve ikincil piyasada opsiyonların el değiştirilebilirliği bu opsiyon tiplerine önemli likidite özelliği kazandırır.

2.1.5. OPSİYON PİYASALARI

Opsiyon piyasaları belirli standart özelliklerin belirleyici olduğu borsa opsiyon piyasaları ile esnekliği daha fazla olan banka opsiyon piyasaları olmak üzere ikiye ayrılırlar.⁸⁷

2.1.5.1. Banka Opsiyonları (Tezgahüstü Opsiyon Piyasaları)

1973 yılında Chicago Board Exchange'nin kurulmasından önce, opsiyonlar bütün dünyada tezgahüstü piyasalarda (Over The Caunter Market, OTC) işlem görmekteydiler. Opsiyon borsalarının gittikçe gelişmesine karşın, büyük uluslara-

⁸⁴ BISHOP, DIXION; a.g.e., s.191

⁸⁵ William C.HUNTER and Dawid W.STOWE: "Path Dependent Options" Ekonomik Review, March, April, 1992 No:253, Vol:77, s.30

⁸⁶ Gültekin A.KARAŞIN:"Menkul Kıymet Opsiyonları ve Opsiyon Değerleme Modelleri" Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Ekim 1986 s.45

⁸⁷ KIRIM, a.g.e., s.39

rası bankalar, yatırım bankaları, toptancı bankalar ve aracı kuruluşlar tezgahüstü piyasada müşterilerine geniş çaplı opsiyon olanakları sunmaktadırlar. OTC hizmetleri genellikle müşterilerin isteklerine uygun olarak düzenlenmekte ve standart opsiyon sözleşmelerindeki kısıtlamalar da böylece ortadan kalkmaktadır.⁸⁸

Banka opsiyonları müşteri ile banka arasında karşılıklı olarak alınır veya satılırlar. Bu sistem opsiyon alıcısı ve satıcısının istek ve ihtiyaçları doğrultusunda opsiyon kontratları düzenleme olanağı sağlar.

Daha sonra sayılacak olan borsa opsiyonları standart özellikleri, banka opsiyonlarında geçerli değildir. Opsiyonda miktar, kullanma fiyatları ve vade müşterinin isteklerine göre saptanır. Fakat banka opsiyonları bu avantajlarından dolayı borsa opsiyonlarından daha yüksek fiyatlıdır. Banka opsiyon piyasalarındaki kontratların diğer kontratlardan farklı olarak düzenlenmiş olması, yani standartlaşmanın olmaması, ikincil piyasanın oluşmasını engellemekte, organize edilmiş takas merkezinin olmayışı ise iki taraf için de büyük bir risk oluşturmaktadır.

2.1.5.2. Borsa Opsiyonları (Organize Piyasalar.)

19 Şubat 1969'da Chicago Ticaret Kurulu hisse senedi opsiyonlarının ticareti için bir borsa oluşturmaya kararlı olduklarını açıklamışlardır. Vadeli işlem kontratları ve opsiyonlar uygulamada birçok benzerlikler gösterdiklerinden, Chicago Ticaret Kurulu, standartlaştırılmış bir opsiyon borsasının temel mal ve kıymetli maden ile hisse senetleri arasında köprü kurabileceğini düşünmüştür.

⁸⁸ GÜMÜŞELİ, a.g.e., s.85

Organize piyasalarda döviz opsiyonlarının alım satımının yapılması yeni bir gelişmedir. Bu işlemlere 1982 yılında Philadelphia Borsasında başlanmış ve o zamandan beri de Chicago mal borsası, Amsterdam'da Avrupa Opsiyon Borsası ve Kanada'da Montreal Borsası'nda döviz opsiyonları yapılmaktadır. Bunların hepsinde Amerikan Opsiyonları çoğunluktadır. 1985 yılında Londra Borsası ve London International Financial Futures Exchange'de (LIFFE) Amerikan stili döviz opsiyonlarına başlanmıştır. Aynı yıl Chicago Board Options Exchange Avrupa Opsiyonlarına başlamıştır.⁸⁹

Borsa opsiyonları belirli sabit bir miktar ürünü içerir ve vadeleri sabittir. Opsiyon satın almak isteyen kişi opsiyona baz alınan miktarın katları kadar miktar ürünü satın alabilir.

Opsiyon ticaretini kökünden değiştirmiş Chicago Opsiyon Piyasası Kurulu tarafından getirilen çok büyük değişiklikler olmuştur. Chicago Opsiyon Piyasası Kurulu tarafından organize edilmiş ve diğer borsalar tarafından da benimsenmiş çok önemli üç değişme vardır;⁹⁰

- Opsiyon kontratının uygulama fiyatının ve sona erme tarihinin standartlaştırılması.
- Alıcı ve satıcı arasında direkt teması ortadan kaldıran ve opsiyonlarda ikincil piyasanın gelişmesini kolaylaştıran opsiyon kontratlarının misliliği. (değiştirilebilirlik)
- Daha düşük işlem maliyetleri ve organize olmuş ikincil piyasa.

⁸⁹ GÜMÜŞELİ, a.g.e., s.57

⁹⁰ TUNÇ, a.g.e., s.139

Borsa opsiyonlarının özellikleri şunlardır;

a- Standartlaşma

Borsa opsiyon kontratları sabit bir miktar spot ürünü içerirler.

Örneğin, Philadelphia borsasında işlem gören döviz opsiyon kontratları şu miktarlarda döviz içerirler. 50.000 Avustralya Doları, 31250 Sterlin, 50.000 Kanada Doları, 62500 Alman Markı, 6.250.000 Japon Yeni, 62.500 İsviçre Frangı.⁹¹

Opsiyona konu olan döviz ise opsiyon satın almak isteyen kişi bu miktarlarda ya da (katları dışında) üstünde döviz opsiyonu satın alamaz.

Eğer alınmak istenen hisse senedi opsiyonu ise bir opsiyon kontratında, herhangi bir işletmeye ait 100 ya da 100'ün katları adedince hisse senedi alınabilir.

Borsa opsiyonlarında ürün miktarları gibi opsiyon vadeleri de sabittir.

Philadelphia Opsiyon Borsasında Mart, Haziran, Eylül ve Aralık ayları için opsiyon alınıp satılabilir. Bunlardan başka vade olmaz. Aynı şekilde kullanma fiyatlarının kotasyonu da standartlaştırılmıştır. Örneğin, Alman Markında yarımşar cent aralıklarla kotasyon yapılır. Sterlin opsiyon kontratlarında kullanım fiyatları, kontratın ilk borsaya sürüldüğü günkü spot kurdan 2.5 cent aralıklarla kote edilir. Borsa döviz opsiyonları belli başlı sağlam dövizler üzerinden satılırlar. Borsa döviz opsiyonları ABD Dolarına karşıdır. Yani Sterlin alma opsiyonu kullanıldığında dolar teslim edilir ve bunun karşılığında sterlin satın alınır.

Borsa opsiyonları düzenlendikleri ayın üçüncü Cumasını takip eden Cumartesi günü sona ererler.

⁹¹ KIRIM, a.g.e., s.40

b- Halka Açık Fiyatlandırma

Borsa opsiyonlarında fiyatlandırma, yüksek sesle pazarlık yöntemine göre, halka açık bir şekilde yapılır. Yani opsiyon primlerini (fiyatları) tamamen arz ve talep koşulları belirler.

c- Takas Merkezi

Takas Merkezi, satın alan ve satan taraflara aracılık yapan, her iki taraf için de riski üstlenen merkeze denir. Opsiyon borsalarında sisteme olan güven, takas merkezi aracılığı ile sağlanır.⁹²

Opsiyon satıcısı ile alıcısı, prim konusunda anlaşdıktan ve alıcı primi satıcıya ödedikten sonra, alıcı ile satıcı arasındaki ilişki sona erer. Bundan sonra alıcı-takas merkezi ile takas merkezi-satıcı ilişkisi başlar. Takas merkezi bir güvenlik mekanizması olduğundan paranın piyasaya çıkmasını sağlar.⁹³

d- Marjın Sistemi

Önceki taahhütlerini yerine getirmeyen taraflara karşı koruma olarak ya da yapılan işlemlere karşı ödeme kısmı olarak nakit şartı şeklinde tanımlanabilir. Opsiyon satın alan tarafın riski, yatırmış olduğu prim ile sınırlıdır ve ödediği bu prim karşılığında ürün teslimi veya teslim alınması işinden vazgeçme hakkını satın almaktadır.⁹⁴

Buna karşılık opsiyon satan tarafın kazancı aldığı prim ile sınırlı, oysa zarar ihtimali sonsuzdur. Bu nedenle opsiyon satan tarafın aleyhce fiyat gelişmeleri

⁹² Gültekin A.KARASİN:”Menkul Kıymet Opsiyonları ve Opsiyon Değerleme Modelleri” Para ve Sermaye Piyasası Dergisi Ekim 1986 s.5

⁹³ CEYLAN, a.g.e., s.221

⁹⁴ KIRIM, a.g.e., s.40

durumunda bu işten vazgeçme dürtüsü oldukça kuvvetli bir olasılıktır. Opsiyon satan teslimattan vazgeçemez. Bu nedenle opsiyon satanın yükümlülüğü yerine getirmeme riskini ortadan kaldırmak için takas merkezi bir depozit (teminat) talep eder.⁹⁵

Bu teminat veya depozitin nakit yatırılma zorunluluğu yoktur. Likiditesi yüksek bir kıymet de marjin olarak yatırılabilir. Marjin 2 aşamadan oluşur. Başlangıç marjini (Initial Margin), satışın yapıldığı gün yatırılır ve hergün değişen koşullara göre yeniden belirlenir. Buna “marking to the market” denilir. Marjinin belli bir limitin altına düşmemesi gerekir. Bu miktara tamamlama marjini (maintenance margin) denilir. Marjin bu limitin altına düştüğünde satıcıdan aradaki farkı kapatması istenir. Bu işlem de “margin call” denir. Opsiyon satıcısı karda ise marjinden iade yapılır.⁹⁶

e- Opsiyonlarda İkincil Piyasa

1973 yılında Amerika’da ve diğer ülkelerde organize olmuş opsiyon piyasalarının (opsiyon borsalarının) kurulması ve bu piyasalarda tezgah üstü piyasaların aksine getirilen bir takım yenilikler ve değişiklikler opsiyonlarda ikincil piyasaların tesisini temin etmiştir. İkincil piyasalar borsalarda borsa opsiyonlarının, opsiyon vadelerinin içerisinde herhangi bir zamanda piyasada alınıp satılmalarını sağlamıştır. Opsiyon alıcısı opsiyonunu kullanım tarihinde uygulamaya sokabileceği gibi opsiyonunu ikincil piyasada da satabilir. Opsiyon satıcısı da ikincil piyasada ters işlemle yani sattığı opsiyonla aynı şartlarda bir opsiyon olarak üzerine aldığı sorumluluktan ve karşı karşıya olduğu risklerden kurtulabilir.

⁹⁵ PARASIZ, a.g.e., s.187

⁹⁶ CEYLAN, a.g.e., s.222

Borsa opsiyonları ve tezgahüstü piyasalardaki opsiyonlar (Banka opsiyonları) arasındaki farklılıklar şöyle sıralanabilir.⁹⁷

- Borsa opsiyonları merkezi ve organize olmuş borsalarda yapılır ve fiyatlar açık artırma sistemi ile belirlenir. Tezgahüstü piyasa opsiyonlarında ise fiyatlar banka tarafından her opsiyon anlaşması için belirlenen prim ile ortaya çıkar ve telefonla işlemler gerçekleştirilir.

- Borsa opsiyonlarında piyasaya katılanlar birbirlerini tanır ve teslimatlar takas odasınınca gerçekleştirilir. Ayrıca gelecekteki işlem borsalarında olduğu gibi marjin sistemi ile opsiyonların yerine getirilmesi garanti altına alınmıştır.

Buna karşın tezgahüstü piyasa opsiyonlarında taraflar birbirini tanır ve karşı taraf riskini üstlenirler.

- Borsa opsiyonlarında opsiyon alıcısı, opsiyon primini başlangıçta öder ve opsiyonu yazan ise başlangıç marjini yatırır. Tezgahüstü piyasa opsiyonlarında alıcı opsiyon primini başlangıçta ve taksitler halinde ödeyebilir.

- Borsa opsiyonlarında, sözleşmeler standartlaştırılmış tutarda ve belirli vadelerdedir. Tezgahüstü piyasa opsiyonlarında ise sözleşme tutarları için sınırlama yoktur. Aynı şekilde vadelerinde de esneklik bulunur.

- Borsa opsiyonlarında kotasyonlar, USD karşılığı olarak ve ancak belli başlı büyük paralar karşılığında belirlenir. Tezgahüstü piyasa opsiyonlarında ise bütün uluslararası paraların karşılığı USD olarak kote edilir.

⁹⁷ GÜMÜŞELİ a.g.e., s.57

2.1.6. KONULARINA GÖRE OPSİYON TÜRLERİ

A- Hisse Senedi Opsiyonu

Hisse senedi opsiyonları, sahiplerine belirli bir pay senedini önceden belirlenmiş bir fiyattan, belirli bir süre içinde satın alma veya satma hakkı veren sözleşmelerdir. Opsiyonların, hisse senetlerini ihraç etmiş işletmelerle hiçbir ilgisi yoktur. Bunlar o şirketin hisse senedi değeri üzerine girilmiş birer bahis olarak da görülecektir.⁹⁸

Öte yandan, hisse senedi üzerine ihraç eden şirket tarafından kendi senetleri üzerine kurulmuş opsiyonlar da vardır. Bu opsiyonlara varant denilmektedir. Varantlar genel olarak, şirketlerin ihraç ettiği tahviller veya imtiyazlı pay senetleriyle birlikte, bunların cazibesini artırmak için verilirler. Böylece varantlar tahvillerin satışını kolaylaştırırlar. Bilindiği gibi, varantlar, vadeleri içerisinde tahvillerden ayrı olarak da ikincil piyasada işlem görebilirler.⁹⁹

Hisse senedine yatırım yapan yatırımcı sistematik ve sistematik olmayan riskle karşı karşıyadır. Sistematik risk; sosyal, ekonomik ve politik nedenlerden kaynaklanan ve bütün hisse senetlerini etkileyen risktir. Sistematik olmayan risk ise grev, yönetim hataları gibi işletmenin kendisinden kaynaklanan risktir.¹⁰⁰

Modern portföy teorisi (Markowitz Teorisi) farklı sektörlerden seçilmiş hisse senetlerine yatırım yapmakla sistematik olmayan riskin en aza indireceğini söyler.¹⁰¹

⁹⁸ Kürşat AYDOĞAN: "Pay Senedi Opsiyonları" Para ve Sermaye Piyasası Dergisi İstanbul Haziran 1986 s.58

⁹⁹ AMLING: a.g.e., s.699

¹⁰⁰ Ali CEYLAN; "İşletmelerde Finansal Yönetim" Bursa 1985 s.302.304

¹⁰¹ Samuel L.KRAMER- lyn.Miller SENNHÖIZ:"Options Hedging Book" s.20

standart kurallar geliştirmişlerdir.¹⁰⁵

- Opsiyon sözleşmeleri, kendilerine baz olarak alınan hisse senetlerinin nakit olarak temettü dağıtması halinde tekrar düzenlenmemekte, fakat söz konusu hisse senetlerinin bedelli ve/veya bedelsiz hisse senedi dağıtımına gitmesi durumunda ise opsiyon yeniden tanzim edilmektedir.

- Opsiyon sözleşmeleri, baz alınan hisse senetlerinin rüşhan hakkı kullanma tarihleri ile aynı günde piyasaya göre ayarlanırlar.

Hisse senedi opsiyonları 2 eşitir.¹⁰⁶

1- Spot Hisse Senedi Opsiyonu: Kullanıldığında sözleşmede yer alan hisse senedinin kendisinin teslimi ile sonuşlanan opsiyondur.

2- Hisse Senedi Gelecekteki İşlem Sözleşmesi zerine Opsiyon (Hisse Senedi Future Opsiyonu): Bu tür opsiyon, kullanıldığında hisse senedine dayalı gelecekteki işlem sözleşmesinin teslimi ile son bulur. Gelecekteki işlem sözleşmesi üzerine opsiyon ile gelecek (future) işlemlerini birbirinden ayıran en büyük özellik, opsiyonun sahibine “yükümlülük” yerine “hak” vermesidir.

B- Hisse Senedi Endeksi Opsiyonları

Belli bir borsa fiyat endeksi ile değeri belirlenen hisse senedi portföyünü, fiyatı bugünden sabitlenmek koşulu ile belli bir vade içinde ya da sonunda satın alma veya satma hakkı veren opsiyonlara denir.¹⁰⁷

Hisse senedi endeksi opsiyonlarının kullanılması hisse senedi opsiyonları

¹⁰⁵ ÇINGILLI, a.g.e., s.8

¹⁰⁶ CEYLAN, a.g.e., s.223

¹⁰⁷ AMLING, a.g.e., s.724

gibidir. Bu opsiyonlar da hisse senedi opsiyonları gibi yatırımcılar tarafından spekülasyon, ilave gelir elde etmek ve riskten korunmak için kullanılır.

Endekslerin oluşumuna bakarsak belli sayıda hisse senedini içerdiğini görürüz. Dünyada kullanılmakta olan endeksler üç ayrı şekilde hesaplanır.¹⁰⁸

1- Aritmetik ortalama formülü ile (Dow Jones Nikei)

2- Geometrik ortalama formülü ile (Financial Times, Value Line)

3- Şirketlerin toplam piyasa değerleri ile ağırlıklandırılması gibi karmaşık formüllerle (NYSESEC, SP 500, Topix, İMEB)

Endeks opsiyon sözleşmelerinin diğer opsiyon sözleşmelerinden farkı, endeks future işlemlerinde olduğu gibi, sözkonusu kıymetin-endeksin el değiştirmemesidir. Vade geldiğinde sözleşmede yer alan endeks rakamı ile cari spot endeks rakamı arasındaki fark ödenir.¹⁰⁹

Endeks opsiyonlarının diğer opsiyonlardan bir diğer farkı da hesap görme biçimidir. Hisse senedi endeksi opsiyonlarında, hesap görme işlemi hisse senetleri ile değil nakit ödeme ile gerçekleştirilir.

Endeks opsiyon sözleşmeleri genellikle endeks rakamınının 100 birimi veya katları üzerinden düzenlenir. En çok kullanılan endeksler Dow Jones, Industrials Index, Standart and Poors 500 Index, Value Line Composite Average Index, NewYork Stack Exchange Composite Index, Majo Market Index'tir.¹¹⁰

¹⁰⁸ "Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu"İMKB Yayınları 01 Ağustos 1992.s.104

¹⁰⁹ Murat OĞUZ: Menkul Kıymet Seçimi ve Yatırım Yüzdesi"Malî ve Ekonomik Yayınlar İstanbul 1990 s.364

¹¹⁰ İnci ZAMANTI: "Menkul Kıymetler Üzerine Yapılan Standart Opsiyonlu İşlemler, ABD'de Geliştirilen Opsiyonlu Finansal Araç Türleri ve Risk Kapatmada Opsiyonların Rolü" S.P.K. Araştırma Raporu, Ankara 1986 s.12-14

Diğer opsiyonlarda olduğu gibi endeks opsiyonlarında da opsiyon alıcıların karları, satıcıların zararlarına, satıcıların karları da alıcıların zararlarına eşittir.

C- Döviz Opsiyonları

Döviz kurlarının sürekli değiştiği ve uluslararası ticaretin de arttığı bir ortamda, özellikle tarafların ödemelerinin çoğunu döviz ile yaptığı gözönüne alınırsa, sözleşmenin yapıldığı an ile ödemenin gerçekleştirildiği andaki döviz kurlarındaki farklılıkların ödemeler dengesi açısından yaratabileceği sorunlar daha iyi gözlenebilir.¹¹¹

Döviz opsiyonları, yabancı paraları, önceden belirlenmiş temel bir fiyat üzerinden gelecekteki bir tarihte satın alma veya satma hakkıdır. Döviz opsiyonları, vadeli işlemlere oranla daha esnek olan, alım satım yükümlülüğü yerine, alım satım hakkı tanıyan işlemlerdir. Vadeli sözleşmede tarafların alıcı ve satıcı olarak belirli yükümlülüklerine karşılık, satım opsiyonu alıcısı, dövizin değer kazanması halinde, opsiyonunu kullanmama ve elindeki dövizleri daha uygun fiyatlarla satma olanağına sahiptir. Bu nedenle, opsiyon yöntemi, riskten korunmanın ötesinde döviz kazancı yaratmayı da sağlar. Döviz opsiyonu, 1982 yılında ABD'de Philadelphia Hisse Senedi Borsasında piyasaya sürülmüştür.¹¹²

Döviz opsiyonları, döviz kurlarının zaman içerisindeki istikrarsızlık nedeniyle tarafların büyük zararlara uğramamaları için risk kapatıcı bir araç ve yatırımcılara güven ortamı sağlayacak bir finansal araç türüdür.

Opsiyon çıkarıcı taraf, aynı zamanda opsiyon satıcısı durumundadır. Satıcı-

¹¹¹ ZAMANTI, a.g.e., s.21

¹¹² KIRIM, a.g.e., s.38

nın yaptığı iş, alıcının opsiyon hakkını kullanmaması olasılığını spekülasyon konusu yapmak ve böylece aldığı opsiyon primini net kazanç olarak hedeflemektir. Bu nedenle, kur riskinden kaçınma amacıyla opsiyon satmak, satıcı için uygun bir hedef değildir. Çünkü, alıcının opsiyon hakkını ne zaman kullanacağı opsiyon satıcısının kontrolünde değildir. Satıcı için hedeflenecek husus, kur riskinden kaçınmak yerine kur değişimi beklentilerine göre opsiyon çıkararak elindeki dövizler için faiz gelirine ek bir gelir sağlamaktır. Bu ek gelir opsiyon primidir.¹¹³

D- Faiz Opsiyonları

Sahibine herhangi bir tarihten itibaren belli bir süre içinde, belirli bir faiz üzerinden borçlanma ya da borç verme hakkını veren opsiyonlardır.¹¹⁴

Diğer opsiyonlarda olduğu gibi, faiz opsiyonlarında da opsiyonu alan taraf opsiyon satıcısına prim ödemektedir. Prim tutarı çeşitli faktörlere bağlıdır.

Faiz opsiyonları, tüm diğer türev ürünlerde olduğu gibi bir yandan koruma, diğer yandan ise spekülasyon amacıyla kullanılmaktadır. Faiz opsiyonları ile koruma etkinliğinin altındaki temel dürtü ileriye yönelik faiz değişimlerinin yaratacağı faiz riskini ortadan kaldırmaktır.¹¹⁵

a- Bankalarda Yapılan Faiz Opsiyon İşlemleri:

Bankalarda mevduat faizi ile kredi faizi üzerine yapılmaktadır. Faizlerin düşeceğine dair bir beklenti olduğunda ileride bir tarihte bankaya yatırmayı düşündüğü belli bir miktar parayı bugünkü yüksek faiz oranı üzerinden işletmek isteyen

¹¹³ GÜMÜŞELİ, a.g.e., s.66

¹¹⁴ Abdurrahman FETTAHOĞLU:"Finansal Piyasalardaki Yenilikler ve 1980 sonrası Türkiye" Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Türkiye İş Bankası Vakfı Hukuk Fakültesi Ankara 1991 s.13

¹¹⁵ Stewart HODGES: "Options" Manchester 1990 s.161

yatırımcı, banka ile yaptığı pazarlık sonucu belirledikleri faiz oranını bugünden satın alır. Parayı yatıracağı gün cari faiz oranı yatırımcının beklediği gibi düşmüş olursa yatırımcı bu düşüşten kendisini korumuş olur. Benzer şekilde, bir yatırımcı birkaç ay sonra bankadan kredi almak istiyorsa ve piyasada faiz oranlarının yükseleceğine dair bir beklenti varsa o zaman alacağı krediye işleyecek faiz oranını bugünden sabitlemek ister. Böylece faiz oranlarındaki artışa karşı kendisini korumuş olur. Bu işlemlerin faiz future işlemlerinden en büyük farkı, opsiyon sahibinin vade sonunda opsiyonu kullanmama hakkının oluşudur. Bazı durumlarda tek bir faiz oranı belirlemek yerine zaten esnek bir yapıya sahip olan opsiyon işlemlerine daha esnek şekiller verilebilir.¹¹⁶

aa. Faiz Tavanları

Faiz tavanları, ilk olarak 1984 yılında uygulanmaya başlamıştır. Ödenecek olan faiz borcuna bir üst sınır getirilmesini içeren faiz opsiyon türleridir. Bu sözleşmeyi satın alan taraf, bunu satan bankaya bir prim ödemek suretiyle mevcut değişken faizli bir borcun ileriye dönük faiz ödemelerine, ya da ileride alınması düşünülen bir kredinin faiz oranına bir üst sınır getirebilmektedir.

Diğer opsiyon türlerinde olduğu gibi, opsiyonu alan tarafa faizler kendi lehine değiştiğinde opsiyondan vazgeçme ve piyasadaki lehte değişimden yararlanma olanağı açık bırakılmaktadır.

a.b. Faiz Tabanları

Faiz tabanları, tavanlara benzerler ancak burada garanti edilen bir faiz alt sınırıdır. Genelde değişken faizli enstrümanlara yatırım yapan yatırımcılar tara-

¹¹⁶ Arman KIRIM: "Döviz ve Faiz Opsiyonları" Bankacılar Dergisi T.B:B. Yayını Sayı:5/6 s.44

findan, elde edilecek faizlere bir alt sınır getirmek amacıyla kullanılırlar. İleride faiz hadlerinde meydana gelebilecek düşüşler karşısında yatırımcı, bir prim ödemek suretiyle belirli bir garantiye sahip olmuş olur. Yine faizlerde yükselme olursa opsiyon terkedilir ve cepten çıkan yalnızca prim olmuş olur.¹¹⁷

a.c. Faiz Kuşakları

Faiz kuşakları, aynı anda bir faiz tavanı alıp bir faiz tabanı satmak suretiyle ödenecek olan primi azaltarak koruma yapmak amacıyla kullanılırlar. Burada kuşak satın alan taraf, faizlerin düşmesi durumunda bundan yararlanma olanağına bir üst sınır getirmek durumundadır. Opsiyon satma işinden elde edilen prim, satın alınan tavana ödenecek olan primin bir miktarına tümüne veya daha fazlasına eşit olabilir. Kuşak satın alan taraf kullanma fiyatlarını kendisi seçmek suretiyle bu stratejilerden herhangi birini uygulayabilir.¹¹⁸

a.d. Faiz Koridorları

Faiz koridoru satın alan kişi, belirli kullanma fiyatı üzerinden bir tavan satın alıp, daha yüksek kullanma fiyatından bir başka tavan satar. Burada amaç primi düşürmek ve riske karşı korunma seviyesine üst sınır getirmektir.

b- Borsalarda Yapılan Faiz Opsiyon İşlemleri

Borsalarda yapılan faiz opsiyon işlemlerinde sözleşmenin konusunu oluşturan kıymetler hazine bonoları, hazine senetleri ve devlet tahvilleridir.

¹¹⁷ Arman KIRIM “Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonlar” Bankacılar dergisi sayı 5 1991 s.42

¹¹⁸ KIRIM, a.g.e., s.44

E- Altın Opsiyonları

Gelişmiş sermaye piyasalarının bulunduğu ülkelerde bile altın, geleneksel yatırım araçları arasındaki üstünlüğünü sürdürmektedir. Kısa dönemde işlem ve saklama maliyetinin yüksek olması nedeniyle oldukça riskli bir yatırım aracı olmakla birlikte, uzun dönemde sadece sermaye piyasasında işlem gören menkul kıymetlere değil, bilinen diğer yatırım araçlarına göre de, altın en yüksek getiriyi sağlamaya devam etmektedir.¹¹⁹

Altın üzerine yapılan opsiyonlar, birçok bakımdan endeks opsiyonlarına benzemektedir. Bu tür opsiyonlarda da endeks opsiyonlarında olduğu gibi, opsiyon konusunun taraflar arasında el değiştirmesi söz konusu değildir. Ancak bunun nedeni endeks opsiyonlarında olduğu gibi belli bir imkansızlıktan kaynaklanmamaktadır. Tam aksine, bir yatırım aracı olarak belli bir miktarda altının kişiler arasında el değiştirmesi her zaman mümkündür. Altın üzerine yapılan opsiyonlarda anlaşmada belirlenen miktar ve özelliklerde altının el değiştirmesinin temel nedeni, altının sermaye piyasasına özgü bir yatırım aracı olmamasındandır. Bu nedenle altın opsiyonlarında anlaşmada belirlenen altın fiyatları bir endeks rakamı gibi dikkate alınır.¹²⁰

Bu tür opsiyonlarda genellikle 24 ayar külçe altının piyasa fiyatı esas alınır ve anlaşma birimi birçok ülkede ons'tur. Anlaşma birimi olarak gram'ın kullanıldığı ülkeler de vardır.

¹¹⁹ OĞUZ, a.g.e., s.367

¹²⁰ CEYLAN, a.g.e., s.225

F- Mal Opsiyonları

Mal opsiyonları, Amerika Birleşik Devletleri borsalarında daha çok metal ve tarım ürünleri üzerindedir. Diğer ülkelerin borsalarında değerli taş ve metaller için de mal opsiyonları işlem görmektedir.

Değerli taş, metal, tarım ve petrol ürünlerinin fiyatlarında meydana gelecek belirsiz dalgalanmalar karşısında mevcut ya da potansiyel pozisyon sahiplerinin kendilerini korumak amacıyla, spekülörlerin de spekülatif kazanç elde etme amacıyla yatırım yapmayı düşündükleri sözkonusu opsiyonlarda temel özellikleri itibariyle diğer opsiyonlar ile aynıdır.¹²¹

G- Gelecekteki İşlem Anlaşmaları Üzerine Opsiyonlar

Sabit döviz kurlarına dayanan Bretton Woods sisteminin 1970'lerin başında çökmesi ile kurların ve faiz oranlarının dalgalanmaya bırakılması yatırımcılara ve kredi alanlara riskli günler yaşatmaya başlamıştır. Risklerden kaçınmak için mali çevrelerin bir takım yeni araçlar araması kaçınılmaz olduğu bir dönemde bulunan yeni mali araçlardan biri de futures (gelecek) işlemleridir.¹²²

Gelecekteki işlem sözleşmeleri iki taraf arasında yapılan ve belli bir mal veya menkul kıymetin ilerideki bir tarihte fakat bugün belirlenen fiyat ve koşullarda teslimini öngören bir anlaşma türüdür. Bu şekilde yapılan gelecekteki işlem anlaşmaları, tıpkı bir menkul kıymet gibi sermaye piyasasında belli bir fiyattan alınıp satılabilir. Gelecekteki işlem anlaşmaları üzerine yapılan opsiyonlar ise, belli özellikleri taşıyan gelecekteki işlem anlaşmalarının, belli bir yürütme fiyatında

¹²¹ ÇİNGİLLİ, a.g.e., s.31

¹²² Ekrem ALTAN; "Mali Araçlar Üzerine Organize Vadeli Piyasa İşlemleri" SPK Araştırma Raporu, Ankara 1985 s.4

opsiyon sahibine teslimini veya opsiyon yükümlüsünce satın alınmasını içerir. Bu tür opsiyonlarda opsiyon sahibinin amacı çoğu kere, opsiyon konusu gelecekteki işlem anlaşmasını satın almak veya satmak değil, gelecekteki işlem anlaşmalarının piyasa fiyatında meydana gelecek değişmelerden yararlanmak suretiyle spekülâtif kar elde etmektir.¹²³

Bu tür sözleşmeler hem gelecekteki işlemlerin karından, hem de opsiyonun sınırlı risk özelliğinden yararlanma imkanı verir. Bu da gelecekteki işlem anlaşmaları üzerine opsiyonları yatırımcılar için cazip kılar. Bu tür sözleşmeye yatırım yapan kişi, ancak sözleşme sahibi hakkını kullanınca gelecekteki işlem piyasasında pozisyon içine girer.

Gelecekteki işlem anlaşmaları üzerine yazılan opsiyon kontratları, diğer opsiyon türlerine göre yatırımcılara 2 avantaj sağlar. Birincisi sağladığı likiditedir. İkincisi Gelecekteki işlem sözleşmelerinin fiyatları pazar rekabet ortamında oluşur, bu da o kıymetin değerini en iyi şekilde ortaya çıkaracak bir ölçü oluşturur.

2.1.7. OPSİYONLARIN KULLANIM AMAÇLARI

Opsiyonlar, 1970'li yıllardan beri ticari kuruluşların ve bankaların karşılaştığı faiz ve döviz kuru risklerini ortadan kaldırabilmek için geliştirilen, hisse senedi, döviz, faiz ve mallar üzerinde alınıp satılan ve kullanıcıya risk yönetiminde esneklik sağlayan türev ürünlerdir.

Diğer vadeli piyasa işlemlerinde olduğu gibi mali araçlar üzerine opsiyon işlemlerinde de nitelik ve amaçları birbirinden farklı iki tür katılımcı vardır; risk

¹²³ CEYLAN: a.g.e., s.225

kapaticılar ve spekülâtörler. Bundan dolayı opsiyonlar korunma ve spekülasyon amacıyla kullanılmaktadır.¹²⁴

2.1.7.1. Korunma Amacıyla Opsiyonların Kullanılması

Özellikle enflasyonun yüksek olduğu ekonomiler ile fiyat dengesizliklerinin yaşandığı piyasalarda ticaret yapanlar, gelecekteki fiyat değişimlerine karşı korunma ihtiyacı duyarlar.

Riskten kaçınmak olarak da bilinen hedging işlemi, çoğu zaman büyük bir fiyat riski taşıyan tüccarlar ya da sermaye sahiplerine, bu riskten kaçınmak için finansman teknikleri sunar.

Sözcük olarak, iş hayatında olası zararlara karşı önceden tedbir alma anlamında kullanılan hedging, ürün fiyatlarında zaman içinde meydana gelebilecek değişiklikler karşısında ürün veya finansal aracı fiziki olarak elde tutmanın riskini, maliyet giderlerini düşürmek, gelecek fiyatlarını kilitlemek amacıyla opsiyon piyasalarında aynı koşullarla eşdeğer ya da yakın karşıt pozisyon sağlar.

Opsiyon borsalarının en önemli işlevi bu piyasalarda alım satım yapanlara risklerini azaltma, risklerini başkalarına aktarma, risklerini yönetme imkanı vermesidir.

Risk kapaticılar, sözleşmenin vadesine kadar sözleşmeye konu mali aracın fiyatının değişmesi riskini ortadan kaldırmak için 2 şekilde hareket ederler; sözleşmeye konu mali aracın fiyatının düşeceğini tahmin ediyorsa vadeli satarlar veya fiyatın yükselmesini bekliyorsa vadeli satın alırlar.

¹²⁴ Futures Options Trading in Commodity Markets, Paris 1986 s.28

2.1.7.2. Spekülasyon Amacıyla Opsiyonların Kullanılması

Spekülasyon, geleceği isabetli bir şekilde görerek, doğal, siyasal, sosyal ve ekonomik olayların gelecekte fiyatlar üzerine etkisini önceden sezip, fiyat değişikliklerinden yararlanma çabasıdır. Fiyatların yanı sıra döviz ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar da spekülasyon için en uygun zemini oluştururlar.

Opsiyon sözleşmelerinde 2 tarafın da (alıcı ve satıcı) risk kapatıcı olması mümkünse de, genelde ikinci taraf spekülatördür. Spekülatörler risk kapatıcıların yüklenmek istemedikleri riskleri alarak gelecekte kazanç elde etmeyi amaçlarlar.

Opsiyonlarda spekülasyon sınırlı bir riske katlanarak fiyatların zaman içerisinde dalgalanmalarından kazanç sağlamak amacıyla opsiyon sözleşmesi alım satımıdır. Spekülasyonun fiziki mal ihtiyacı ile direkt bir ilişkisi yoktur. Bununla birlikte, spekülasyon opsiyon piyasasına likidite sağlayarak borsanın gelişmesine, derinlik kazanmasına olanak sağlayan bir işlem olarak son derece önemlidir. Spekülatörlerin varlığı, piyasada işlem hacminin ve dolayısıyla likiditenin artmasını sağlar.

Spekülatörler, piyasada arz ve talebi etkileyen faktörleri bu faktörlerde meydana gelebilecek değişiklikleri ve piyasanın seyrini, bilgi toplayıp tahlil yaparak inceler ve etkinliği artırıcı işlev görürler.

2.1.8. OPSİYONLARIN AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI

Faiz oranı, döviz kuru ve mal fiyatlarında önceden belirlenemeyen farklılıklardan kaynaklanan risklere karşı yatırımcıları korumak ve fiyat farklılıklarından yararlanmayı düşünen spekülatörlere spekülatif kazanç sağlayabilmek işlevlerini sağlayan opsiyonların bazı avantaj ve dezavantajları vardır.

ESNEKLİK: Opsiyon diğer vadeli işlemlerde karşılaştırıldığında esneklik konusunda çok önemli avantajlara sahiptir. Diğer vadeli işlemlerde kesin satınalma ya da satma yükümlülüğü vardır. Oysa opsiyon sahiplerinin kullanma seçeneği işletmelere çok büyük avantaj sağlar.

LIKİDİTE: Borsalar tarafından getirilen opsiyonlarla ilgili standartlar ve ikincil piyasadaki gelişmeler, opsiyonların likiditesini arttırmıştır.

SINIRLI RİSK: Birçok opsiyon stratejileri için sınırlanmış risk vardır. Yatırımcı tüm yatırımını kaybedebilir, ancak pozisyona başlangıçta bu miktar bellidir ve yatırımcı tarafından bilinir. Bunun yanında riskini sınırlandıran yatırımcı için kar potansiyeli sınırsızdır.¹²⁵

MARJİN: Birçok stratejiler için marjin yoktur. Psikolojik olarak yatırımcıların çoğu marjini sevmezler. Bununla birlikte özellikle sınırsız risk ihtiva eden stratejiler için marjin gereklidir.¹²⁶

Opsiyonların yukarıda sayılan avantajların dışında önemli bir avantajı da, diğer hiçbir yöntemle mümkün olmayacak az bir sermaye ile oldukça fazla opsiyona konu olacak varlığı kontrol edebilme olanağına sahip olunmasıdır.

Opsiyonların önemli dezavantajları da şunlardır; opsiyon priminin işlem sırasında alınması, opsiyon satıcılarının teminat marjı ödeme zorunluluğu, opsiyonun sona erme tarihi yaklaştıkça opsiyonun değer kaybı gibi sakıncalar bazı dezavantajlarındandır.

Opsiyon primleri ile kontrat büyüklükleri karşılaştırıldığında diğer araçlara

¹²⁵ J.Donald FROST: "Options on Futures" 1989 s.3

¹²⁶ FROST, a.g.e., s.3

göre oldukça pahalıya malolmaktadır.

Banka opsiyonlarında geçerli olan bir dezavantaj da değişkin piyasa koşullarıyla birlikte opsiyon satıcılarının yükümlülüklerini yerine getirmeme riskidir.

2.1.9. OPSİYONLARLA İLGİLİ TEMEL STRATEJİLER

A. Alış Opsiyonu Satın Alınması

Alış opsiyonu alan kişi yani sahibi belli bir zaman boyunca, bir finansal aracı, önceden belirlenen bir fiyattan satın alma hakkını elde etmiştir. Alış opsiyonu sahibi elde ettiği bu hakkı uygulama ya da uygulamama serbestisine sahiptir.

Bu pozisyonda yatırımcının beklentisi, opsiyona konu varlığın fiyatının gelecekte artış göstereceğidir. Bir yatırım stratejisi olarak alış opsiyonu satın alınması, opsiyona konu varlığın piyasa fiyatında önemli ölçüde artışların beklendiği dönemlerde, yatırıma üstün getiri sağlama imkanı verir.

B- Alış Opsiyonu Satılması

Bir yatırım stratejisi olarak alış opsiyonu satımı, satılacak opsiyona konu varlığın fiyatında gelecekte yükselme olmayacağı beklentisinde olan yatırımcıların opsiyon primi kadar bir spekülâtif kazanç elde etme amacıyla düzenlenir. Alış opsiyonu düzenleyen yatırımcıya aldığı bedel (prim) karşılığında piyasa fiyatları ne olursa olsun herhalükarda opsiyona konu vardığı opsiyonda kararlaştırılan kullanım fiyatından satma yükümlülüğü getiren bir yatırım stratejisidir.

C- Satış Opsiyonu Satın Alınması

Satış opsiyonu satın alan kişiye (sahibine) opsiyon konusu varlığı, belli bir

fiyattan satma hakkı tanıyan bir opsiyon türüdür.

Opsiyona konu varlığın fiyatında gelecekte önemli ölçüde düşüş olacağı beklentisinde olan bir yatırımcı, beklentisi gerçekleştiği takdirde ilgili varlığı piyasadan düşük fiyattan alıp opsiyonda kararlaştırılmış kullanım fiyatından satarak kullanım fiyatı ile piyasa fiyatı arasındaki fark kadar bir spekülasyon kazanç sağlamak düşüncesiyle satım opsiyonu alır.

D- Satış Opsiyonu Satılması

Bu yatırım stratejisi, finansal bir varlığı, belirlenmiş bir vadenin sonunda veya sözkonusu vadenin içinde herhangi bir tarihte opsiyonda kararlaştırılmış fiyattan satınalma mecburiyeti getiren satış opsiyonu satışlarıdır.

Yatırımcı opsiyona konu varlığın fiyatında gelecekte bir düşme olmayacağı tahmin ve beklentisindedir. Opsiyonu satarken alacağı prim miktarı kadar bir spekülasyon kazanç sağlamak amacındadır.

Yatırımcı satış opsiyonu satmakla, opsiyon primi kadar spekülasyon bir kazanç elde ederken opsiyona konu olan varlığın piyasa fiyatı ne olursa olsun, sözkonusu varlığı satınalma zorunluluğundadır ve yatırımcı büyük bir risk veya potansiyel zararlar karşılığında karşı karşıyadır.

2.2. GELECEKTEKİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ

Gelecekteki işlem piyasaları, belli miktardaki mal, döviz, altın, menkul kıymetin önceden belirlenen bir fiyattan gelecekteki belirli bir tarihte teslim edileceğine ilişkin alım-satım sözleşmelerinin yapıldığı, bu sözleşmelerin el değiştirdiği, üyelik esasına göre çalışan borsalardır.¹²⁷

Gelecekteki işlem sözleşmeleri ise, belli nitelikteki ve belli miktardaki bir malın veya mali bir enstrümanın, gelecekteki önceden belirlenmiş herhangi bir tarihte, yine önceden teslimini hükme bağlayan yasal bir sözleşmedir. Gelecekteki işlem sözleşmelerinin özünde ileri bir tarihte gerçekleşecek olan alım-satım işleminin fiyatının bugünden belirlenip, anlaşmaya bağlanması yatmaktadır.¹²⁸

Gelecekteki işlem piyasalarının temel işlevi, fiyat dalgalanmalarının yarattığı risklerin yönetim mekanizmasını sağlamaktır. Bu nedenle gelecekteki işlem piyasaları hem sanayicilerin, hem mal üreticilerinin, hem de mali risk pozisyonu tutmak zorunda olan firmaların bu risklerini söz konusu riskleri üstlenmek isteyen taraflara devri işlevini görürler.¹²⁹

2.2.1. GELECEKTEKİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ ÖZELLİKLERİ

Nakit işlemlerde, karşılıklı bir para ve mal değiş tokuşu sözkonusu iken, bunun alternatifi olan gelecekteki işlem marketlerde satıcı, alıcıya belirli bir ürünü, gelecekte belirlenmiş bir zamanda, gene önceden belirlenmiş bir fiyattan satmayı kabul etmesi şeklinde olmaktadır. Bunun doğal sonucu olarak da üretici belli bir

¹²⁷ MADURA, a.g.e., s.242

¹²⁸ AKSEL, a.g.e., s.35

¹²⁹ AKSEL, a.g.e., s.35

vadede eline geçecek parayı bilirken sanayicinin de bir sene için daha doğru hesaplar yapmasını sağlar.¹³⁰

Gelecekteki işlem sözleşmeleri belli başlı bazı organize “Futures” borsalarında gerçekleştirilmektedir. Belirlenen fiyatlar takas odası tarafından resmen yayınlanmaktadır. Vadeli sözleşmeler, çeşitli haberleşme araçlarıyla gerçekleştirilir ve fiyatlar müşterinin saygınlığına göre belirlenir.¹³¹

Gelecekteki işlem piyasalarındaki sözleşmeler, standart niteliktedir ve teslim tarihine kadar alınıp satılabilirler.

Gelecekteki işlem sözleşmesine konu olan mal, döviz ya da menkul kıymetin fiili teslimi gerekmez, nakit ödeme ya da bir karşı sözleşmeyle anlaşma sonuçlandırılabilir.

Gelecekteki işlem sözleşmelerinin teslim tarihleri de vadeli sözleşmelerden farklı olarak standarttır. Örneğin London International Financial Futures Exchange (LIFFE)’de döviz gelecek sözleşmeleri, Mart, Haziran, Eylül ve Aralık teslimleri için olup, vadeler teslimat aylarının üçüncü çarşambasıdır. LIFFE’de sözleşmeler genellikle 3 yıl vadeli olarak yapılmaktadır.¹³²

Gelecekteki işlem sözleşmelerinde ürün miktarı standarttır. Farklı borsalarda çeşitli büyüklükte gelecekteki işlem sözleşmeleri sunulabilir. Ancak her borsanın ürün miktarı sabittir. Örneğin Uluslararası Para Piyasası (International Monetary Market) borsasında standart DM sözleşmesinde 125.000 DM, Sterlin

¹³⁰ SELÇUK, a.g.e., s.131

¹³¹ James V.JORDAN and George Emir MORGAN:”Default Risk in Futures Market, The Customer-Broker Relationship” The Journal of Finance, Vol XLV No:3 July 1990 s.909

¹³² CEYLAN, a.g.e., s.241

sözleşmesi 25.000 sterlin için yapılır.

Genelde vadeli işlem piyasalarını düzenleyen kurumlarla menkul kıymet borsalarını düzenleyen kurumlar ayrı kurumlardır. Örneğin, ABD’de SEC Menkul Kıymetler Borsasını düzenlerken vadeli işlem piyasası CTFC adlı kurumca düzenlenmektedir.¹³³

Gelecekteki işlem sözleşmelerinin ticari kişilerce kullanılmasının temel amacı mal teslim etmek veya almak yanında olası rikleri dengelemektir.

ABD’de bu tür sözleşmelerin % 97’sinin teslim tarihinden önce pazarda ters yönde bir alım-satım ile tasfiye edilmesi bu görüşü doğrulamaktadır.¹³⁴

Gelecekteki işlem sözleşmelerinde günlük fiyat dalgalanmaları kontrol edilerek, belli bir limitin üzerindeki artışlar engellenmektedir. Teslim zamanı yanında teslim koşulları da standardize edilmiştir. Teslim, malların bulunduğu ambar yetkilisinin düzenlediği makbuzun alıcıya verilmesiyle yapılmaktadır. Bu makbuz, üzerindeki mülkiyet hakkını gösteren hukuki bir döküman sayılmaktadır.¹³⁵

2.2.2. GELECEKTEKİ İŞLEM PİYASALARI İŞLEYİŞİ VE YAPISI

2.2.2.1. Pozisyon Açma ve Kapatma

Gelecekteki işlem sözleşmesinin ilk olarak alınması veya satılması pozisyonun açılmasıdır. Açık pozisyonun alış veya satışla sıfırlanması da pozisyon kapatmaktır. Satıcı için, sahip olmadığı bir malın satışı yapıldığından, satış kısa

¹³³ Arman KIRIM: “Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek Piyasaları” Bankacılar Dergisi Ekim 1990 sayı:3 s.30

¹³⁴ Jeromel STEIN:”The Economics of Futures Markets” New York 1987 s.30

¹³⁵ Aksel, a.g.e., s.46

(short) pozisyonudur. Alıcı ise, bir mal için gelecekteki bir vade ile alış yaptığından uzun (long) pozisyonudur.

Gelecekteki işlem piyasalarında pozisyon kapatma 2 şekilde gerçekleşir:

1- Gelecekteki işlem piyasalarında pozisyon tutan biri bu pozisyonu vade sonuna dek bekletmek zorunda değildir. Zaman içinde aynı tarihli ve aynı sayıda farklı fiyatlı gelecek sözleşmesi üzerinden bir karşıt ticarete girmek suretiyle pozisyonu kapatabilir. Örneğin 10 Adet Mart T.Bond* gelecek sözleşmesi satmış olan kişi, bu enstrümanları teslim yükümlülüğünü 10 adet Mart T.Bond satın almak suretiyle pozisyonu iptal edebilir.(off set). Bunun sonucunda elde edeceği kar ya da zarar, alış ve satış fiyatları arasındaki farkla eşit olacaktır. Uygulamada açık pozisyonlar genelde bu şekilde kapatılmaktadır.¹³⁶

2- Satıcı yaptığı gelecekteki işlem sözleşmesi gereği malı teslim ederek, alıcı da malı teslim alarak pozisyonunu kapatır.¹³⁷

2.2.2.2. *Standardizasyon*

Gerçekteki işlem ürünleri standart özelliklere sahiptir. Anlaşmalarda malın teslim zamanı ve teslim koşulları standardize edilmiştir. Belli miktarların altında veya üzerinde alım-satım yapılamaz.

Gelecekteki işlem sözleşmelerinin vadeleri sabittir. Örneğin LIFFE'deki STG kontratlarında Mart, Haziran, Eylül ve Aralık ayları vade tarihleridir ve teslimat bu ayların üçüncü Çarşambasında yapılır.

* T.Bond: Amerikan Devlet Tahvili

¹³⁶ MADURA, a.g.e., s.246

¹³⁷ GÜMÜŞELİ, a.g.e., s.48

Gelecekteki işlem piyasalarının bir başka standart özelliği, fiyat artırımlarına getirilen standarttır. Piyasalarda likiditeyi artırmak amacıyla, işlemlerin tamamlanmasını geciktirecek gereksiz küçüklükteki fiyatlama olanağına izin verilmeyerek, her bir kontratın fiyatı ancak belirlenmiş miktarlarda artırılıp eksiltilebilmektedir. Bir minimum artım hareketine “TİK” büyüklüğü adı verilir ve ürünlerin fiyatları 1 TİK, 2 TİK, 3 TİK gibi aralıklarla artırılıp eksiltilebilir. TİK sınırlamalarındaki temel amaç küsüratları mümkün olduğunca azaltmak ve alım-satım işlemlerinin hızla tamamlanabilmesini kolaylaştırmaktır.¹³⁸

2.2.2.3. *Organize Borsalarda Satım*

Gelecekteki işlem ürünleri, organize gelecekteki işlem borsalarında işlem görmektedirler. Bu organize borsalar, üye firmalar ve borsada alım-satım yapma hakkı (seat) satın almış olan bireyler tarafından oluşturulurlar. Mali Gelecekteki işlem piyasalarında işlem ancak bir borsa üyesi firma ya da aracı kuruluş rolünü üstlenmiş borsa üyesi firma kanalıyla söz konusudur. Üyelikler aktif bir piyasada diğer araçlar gibi alınıp satılabilmekte ve üyeler borsa yönetiminde de söz sahibi olabilmektedirler. Alım-satım resmi olarak belirlenmiş saatler içinde ve “PİT” denilen özel bir malın ticareti için ayrılmış alanlarda yapılmaktadır.¹³⁹

Dünyada çeşitli mali gelecekteki işlem borsaları bulunmaktadır.

Bu borsalar işlem yapma açısından sürekli birbirleriyle rekabet halindedirler. O nedenle her borsa, ürün standartlarının belirlenmesinde rekabet koşullarına göre hareket etmekte ve daha farklı müşteri gruplarına hitap edebilmek için daha

¹³⁸ AKSEL, a.g.e., s.46

¹³⁹ AKSEL, a.g.e., s.46

farklı miktarlar daha farklı vadeler içeren kontratlar piyasaya sürmektedirler. Örneğin, STG kontratı 6250'lik kontrol büyüklüğünü kapsamaktadır. Dolayısıyla gelecekteki işlem (future) işlemlerine başlamadan önce her borsanın ürün standartları incelenmeli ve ihtiyaca uygun borsa seçilmelidir.¹⁴⁰

2.2.2.4. *Halka Açık Fiyatlandırma*

Gelecekteki işlem piyasalarında alım-satım, borsalarda halka açık yüksek sesle pazarlık (open outcry) yöntemi ile yapılmaktadır. Bu sistemde herhangi bir alım-satım emri Pit'te hazır bulunan tüm trader'lara (Trader: borsada alım-satım yapma hakkına "seat" sahip olan kişidir.) yapılmalıdır. Trader'lar isteklerini açıklamak için resmi olmayan fakat hayli geliştirilmiş bir yöntem olan elişareti sistemini kullanırlar. Bu nedenle pit düzenlemesi önemlidir. Çünkü pit, bir merkez etrafında merdiven gibi değişik yükseklikleri içeren ve işlemi yapacak olan kişilerin merkezde, ayakta durdukları alandır. Böylece trader'lar birbirlerini rahatlıkla görüp bağlantı kurabilirler. Alım-satım işi, borsalarda işlem platformlarına gelen her siparişin bağırılarak duyurulması ve karşı tarafta alıcı ya da satıcı bulunduğu tamamlanması şeklinde olmaktadır. Borsalarda alım-satım yapma yetkisi, her borsaya kayıtlı olan ve müşterileri adına işlem yapan aracı kuruluş trader'ları ile kendi adlarına işlem yapan trader'lardan oluşur. O nedenle borsada yapılan her alımın karşı tarafı, yani satıcısı yine borsa üyesi bir başka kişi olacaktır. Borsada bir gün içinde yapılan tüm alımlar satışlara eşit olmalıdır.¹⁴¹

¹⁴⁰ Armon KIRIM: "Mali Futures (Gelecek) Piyasaları" 1992. s.67 DC Gordnes

¹⁴¹ AKSEL, a.g.e., s.48

2.2.2.5. Takas Odası

Gelecekteki işlem piyasalarında performans garantisi yani tarafların akitle-rini yerine getirmelerinin garantisi, gelecekteki işlem borsalarının bir parçası olan takas odalarınca sağlanır.¹⁴²

Bütün alış ve satış işlemleri gün sonunda takas odasına ileten traderlar, bu-rada yapmış oldukları işlemleri takas ederler. Her satılan sözleşme karşılığında bir de alış işlemi olacağından, takas merkezinde alış ve satış işlemlerinin birbirine eşit olması, yani sıfırlanması gerekir. Eğer bu eşitlik gerçekleşmezse düzeltme için karşılığı olmayan işlem traderlara geri gönderilir. Eşitlik yine sağlanmazsa, işlem geçersiz kabul edilir. Takas odası bütün traderlara karşı üçüncü bir taraf olarak hareket eder ve performans garantisi, yani tarafların yükümlülüklerini ye-rine getirme garantisini sağlar. Gelecekteki işlem kontratlarının teslim edilmesi ve teslim alınması da takas odası tarafından sağlanır.¹⁴³

2.2.2.6. Marjin ve Günlük Marjin Mutabakatı

Marjin bir kişinin istenmeyen bir fiyat değişikliği olması halinde zarara da-yanabileceğinin bir kanıtı olarak bir hesaba yatırdığı paradır. Bu bir sözleşme için yapılan peşin ödeme değil, kişinin mali gücünü gösteren iyi niyet teminatıdır.¹⁴⁴

Takas odası borsada gerçekleştirilen her işlemin garantörüdür. Borsa'ya üye kuruluşların yaptıkları gelecekteki işlemler sonucunda pozisyonlarını kapatmalarını güvence altına almak için aracı kurum veya bankalarca güvence parası veya

¹⁴² İhsan ERSAN: "Gelecekteki Pazar" Para ve Sermaye Dergisi Yıl:8 Sayı:90 Ağustos 1986 s.27

¹⁴³ GÜMÜŞELİ: a.g.e., s.48

¹⁴⁴ Arman KIRIM: "Gelecek (Futures) Piyasaları" Bankacılar Dergisi Sayı:3 1990.s.28

marjin adı verilen depozitin yatırılmasını zorunlu kılmıştır.¹⁴⁵

Marjin sisteminde elinde alım veya satım kontratı bulunan her kişinin bu kontratları alış veya satış fiyatları (yani piyasaya giriş fiyatları) ile piyasa kapanış (settlement) fiyatları her gün sonunda karşılaştırılarak söz konusu her kontratın piyasaya giriş fiyatına bakılarak günlük kar ve zarar miktarı bulunur. Bu işleme “Günlük Marjin Mutabakatı” (Marking to the Market) adı verilir. Eğer kontratın giriş fiyatı ile gün sonu kapanış fiyatı arasındaki fark zarara tekabül ediyorsa, bu zarar miktarı kişinin marjin hesabından belirli bir alt seviyeye gelene kadar otomatik olarak yapılır. Ancak, günlük zararların toplamı marjin hesabında izin verilen bu alt seviyeye inilmesine yol açtığı anda, marjin hesabının yeniden üst başlangıç seviyesine tamamlanması gerekmektedir. Alım-satım yapabilmek için her kontrat başına yatırılması gereken ilk güvence tutarına “başlangıç marjini” (initial margin), düştüğü anda başlangıç marjini seviyesine tamamlanması gereken alt seviyeye ise “tamamlama marjini” adı verilir. Alt seviyeye tamamlanması doğrultusunda alınan talimata marjin tamamlama talebi (marjin call) adı verilmektedir. Marjin hesaplarına yatırılan fonlara genel olarak faiz verilmediğinden, başlangıç marjini faiz getiren kağıtlara hatta akreditifleri teminat olarak bırakmak suretiyle açtırmak söz konusu olabilir. Ancak tamamlama marjinin mutlaka nakit olarak yatırılması zorunludur.¹⁴⁶

2.2.3. GELECEKTEKİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİNİN TARİHÇESİ

Bu piyasaların tarihçesine bakıldığında, önce mala dayalı işlemlerin başladığı, daha sonra dünyadaki finans sisteminin değişimi sonucu, mali gelecekteki

¹⁴⁵ GÜMÜŞELİ, a.g.e., s.48

¹⁴⁶ AKSEL, a.g.e., s.50

işlemlerine başlandığı görülmektedir.

İlk gelecekteki işlemler, tahıl çiftçilerinin ve tüccarlarının tahıl tarımındaki hasatın belirsizlikleri sonucunda ortaya çıkan spot piyasalardaki fiyat dalgalanmaları yetersiz depolama ve taşıma imkanları, teslim edilen ürünlerin kalite miktarlarını saptamaya yönelik pratik yöntemlerin eksikliği nedeniyle ortaya çıkmıştır. Tahıl piyasalarındaki bu belirsizlik ve düzensizliklere karşı alım-satım yöntemleri geliştirmek amacıyla 1848 yılında Chicago’da bir grup tüccar tarafından ilk kurulan gelecekteki işlem merkezi Chicago Board Of Trade bir tahıl borsasına dönüştürülmüştür.¹⁴⁷

Mala dayalı gelecekteki işlem sözleşmelerinin uzun bir tarihe dayanmasına karşın mali gelecekteki işlem sözleşmelerinin gelişmesi 1970’li yıllarda olmuştur.

Sabit döviz kurlarına dayanan Bretton Woods sisteminin 1970’lerin başında çökmesi ile, döviz kurlarının ve faiz oranlarının dalgalanmaya bırakılması, yatırımcılara ve kredi alanlara riskli günler yaşatmaya başlamıştır. Risklerden kaçınmak için finansman çevrelerinin bir takım yeni araçlar araması kaçınılmaz olmuştur.¹⁴⁸

Önceleri tarımsal ve metalürjik ürünler için oluşturulmuş gelecekteki işlem kuramlarının hem faizleri hem de döviz kurlarını kapsayan mali ürünlere uygulanabilirliğinin kabulü ile birlikte ilk olarak Chicago’da mali gelecekteki işlem piyasaları oluşturulmaya başlanmıştır. 1972 yılında ilk mali gelecekteki işlem ürünü olan döviz gelecekteki işlem ürünleri Chicago Merchantile Exchange (CME)’de piyasaya sürülmüş, 1975 yılında’da Chicago Board Of Trade’de Government

¹⁴⁷ AKSEL, a.g.e., s.36

¹⁴⁸ GÜMÜŞELİ, a.g.e., s.47

National Mortgage Association (“Konut Sertifikaları”GNMA) üzerine gelecekteki işlem kontratları yazılmaya başlanmıştır. Daha sonraları 90 günlük ABD hazine bonoları (T.Bills) ve 1977 yılında son derece popüler hale gelen ABD tahvilleri (T.Bond) faiz gelecekteki işlem ürünleri piyasaya sürülmüştür.¹⁴⁹

2.2.4. GELECEKTEKİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİNİN KULLANIM AMAÇLARI VE TARAFLAR

Vadeli işlemlerde taraflar; üreticiler, tüketiciler, mali kuruluşlar, şirketler, bireysel yatırımcılar ve spekülâtörlerdir. Borsa üyesi komisyoncu firmalar aracılığıyla bu borsalarda faaliyet gösterenler genel olarak iki gruba ayrılırlar.¹⁵⁰

2.2.4.1. Riskten Korunma (Hedging) ve Risk Kapaticılar

Gelecekteki işlem marketlerle ilgili en önemli nokta, hangi tür marketlerde yapılırsa yapılsın, her ticari işlemin bir takım riskler taşıdığı ve gelecekteki işlem marketlerin ve orada yapılan işlemlerin bu riskleri minimuma indirmeyi amaçladığıdır.¹⁵¹

Kısaca “riskten kaçınmak” olarak tanımlayabileceğimiz hedging işlemi, vadeli işlemlerin oluşmasını sağlayan ve çeşitlendiren bir olgudur. Özellikle enflasyonist ortamlarda ve fiyat dengesizliklerinin yaşandığı piyasalarda ticaret yapanlar, gelecekteki fiyat değişikliklerine karşı korunma gereksinimi duyarlar. Çoğu zaman büyük bir fiyat riski ile karşı karşıya bulunan sermaye sahiplerine, bu risklerden korunmak için sunulan finansman teknikleridir.

¹⁴⁹ KIRIM, a.g.e., s.3

¹⁵⁰ CEYLAN, a.g.e., s.250

¹⁵¹ SELÇUK, a.g.e., s.135

Risk kapatıcılar ise, sözkonusu fiziksel emtia ile yakından ilgili şahıs ya da kurumlardır. Bu kişiler, gelecek bir tarihte fiziki piyasada yapacakları bir alış ya da satış işleminin yerine geçici olarak gelecekteki işlem piyasasında benzer bir pozisyon alırlar. Amaç; gelecekteki fiyat artışlarından ya da düşüşlerinden doğabilecek zararı asgariye indirmektir.¹⁵²

2.2.4.2. *Spekülasyon ve Spekülatörler*

Daha önce de belirttiğimiz gibi spekülasyon, geleceği isabetli bir şekilde görerek, doğal, siyasal, sosyal ve ekonomik olayların gelecekte fiyatlar üzerine etkisini önceden sezip fiyat değişikliklerinden yararlanma çabasıdır. Fiyatların yanısıra döviz ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar da spekülasyon için en uygun zemini oluştururlar.

Spekülatörler de yalnızca kar elde etme amacıyla, risk kapatıcıların yüklenmek istemedikleri riskleri alarak gelecekte kazanç elde etmeyi amaçlarlar.

Spekülatörler vade sonuna ilişkin fiyat beklentilerinin doğru çıkması durumunda kar ederler. Marjin düşüklüğü ve sözleşme fiyatının vade sonuna dek ödeme zorunluğu bulunmaması, vadeli işlem piyasalarını spekülatörler açısından cazip kılmaktadır. Bir yatırımcı, belirli bir anda, bir varlık için riskten korunma pozisyonu alabileceği gibi, başka bir anda ya da başka bir varlık için, piyasaya spekülatör olarak da girebilir. Spekülatörler, borsalardaki işlem hacmini ve likiditeyi arttırdıkları gibi, arz ve talep dengelerinin sağlanmasında ve şiddetli fiyat dalgalanmalarının önlenmesinde önemli rol oynarlar. Gelecekteki fiyatların be-

¹⁵² SELÇUK, a.g.e., s.135

lirsizliğinden doğan riskleri spekülâtorler gönüllü olarak üstlenirler.¹⁵³

2.2.5 GELECEKTEKİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİNİN TÜRLERİ

2.2.5.1. Döviz Gelecekteki İşlem Sözleşmeleri

1972 yılında esnek kur sistemine geçilmesi, yatırımcıları kur dalgalanmalarının yarattığı kur riski ile karşı karşıya bırakmıştır. Yatırımcılar bu riske karşı önlem olarak yıllar önce mala dayalı olarak uygulanan gelecekteki işlem sözleşmelerini döviz üzerinde uygulamaya koymuşlardır. Dünyanın pek çok yerinde uygulanmakta olan döviz gelecekteki işlemleri bugün önemli iş hacmine ulaşmıştır.

Belirli bir dövizin, sabit bir miktarının, başka bir döviz karşılığında, kuru nun bugünden belirlenmesi, ancak dövizlerin tesliminin belirlenmiş ileri bir tarihte gerçekleştirileceği anlaşmalardır. Örneğin; DM 125.000 eşdeğeri, kur DM 1.75 / USD paritesinden olmak üzere USD 71.429 tutarında bir döviz gelecekteki işlem kontratında, kontratı satın alan taraf, vade bitiminde USD 71.429 karşılığında DM 125.00 satın alma hakkı elde etmiş olacaktır. Vade bitiminde spot kur ne olursa olsun kontrat sahibi markları USD 1 = DM 1.75 kuru üzerinden satın alacaktır. Döviz gelecekteki işlem kontratları, tüm diğer gelecekteki işlem kontratlarında olduğu gibi standart döviz miktarlarını içermektedirler.¹⁵⁴

Döviz piyasasına katılan kişi ve kuruluşlar yaptıkları yatırımlar, borçlanmalar ve ticari işlemlerden dolayı gelecek dönemlerdeki spot fiyatları bilme ihtiyacı duyarlar. ABD dolarının bir yıl sonraki değeri hakkında iyi bilgi sahibi olmak,

¹⁵³ CEYLAN, a.g.e., s.251

¹⁵⁴ AKSEL, a.g.e., s.43

tahmin yapmayı kolaylaştırır. Gelecekteki işlem spot fiyat hakkında güvenilir bir kaynaktan bilgi edinmiş olmak, spekülasyon yapmayı da karlı hale getirebilir. Bunların dışında future spot fiyatlar hakkındaki bilgiler, kişi kuruluş ve hükümet organlarının yatırım ve tüketim planları için de gerekli olmaktadır. Bu nedenlerden dolayı, gelecekteki işlem fiyatları, gelecekteki bir tarihteki spot fiyatların belirlenmesinde kullanılabilir. Ancak gelecekteki işlem fiyatları gözlenen spot fiyatlardan çok farklı ise, gelecekteki işlem piyasa tahminlerinin kullanılması faydalı olmayabilir.¹⁵⁵

2.2.5.2. Faiz Gelecekteki İşlem Sözleşmeleri

Para piyasasında mevduat hesabı veya faiz getiren mali enstrümanların, önceden belirlenmiş ileri bir tarihte ve yine önceden belirlenmiş bir faiz oranı üzerinden dönüşüm yapılması esasına dayanır.¹⁵⁶

Faiz gelecekteki işlem sözleşmelerinin temel işlevi, faiz oranlarında ileriye yönelik meydana gelebilecek değişikliklerin yaratacağı mali riski azaltmak veya ortadan kaldırmaktır. Örneğin 2 ay sonra elde edilecek yatırılabilir bir fonun mevduat faizlerindeki olası bir düşüş sonucunda daha az bir faiz oranı ile yatırılması riskini, faiz gelecekteki işlem piyasaları aracılığı ile azaltmak veya tamamen ortadan kaldırmak mümkün olabilir.¹⁵⁷

Faiz gelecekteki işlemleri 2 gruba ayrılır.

1- Bankalarda yapılan faiz gelecekteki işlemleri

¹⁵⁵ GÜMÜŞELİ, a.g.e., s.50

¹⁵⁶ AKSEL, a.g.e., s.43

¹⁵⁷ Lois EDERINGTON: "The Hedging Performance Of The New Futures Markets" Tha Journal of Finance, Vol XXXIV, No:1 March 1979 s.157

2- Borsa gelecekteki işlemleri, bunlar da;

- a) Hazine bonusu gelecekteki işlemleri
- b) Devlet tahvili gelecekteki işlemleri,
- c) Eurodolar gelecekteki işlemleri'dir.

Faiz gelecekteki işlem kontratları 100 eksi yıllık faiz oranı (Eurodolar ve Eurosterling kontratlarında) veya 100 eksi iskonto oranı (faiz getiren kağıtlarda) şeklinde kote edilirler. Tüm kotasyonlar, diğer gelecekteki işlem kontratlarında olduğu gibi günlük olarak yayınlanırlar. Örneğin; kontratın garanti ettiği Eurodolar faiz haddi % 10.69 ise, bu kontratın fiyatı $(100-10.69) \% 89.31$ olarak kote edilir. Aynı şekilde faiz getirir bir enstrümanın iskonto getirisi % 8.32 ise bu kağıda dayalı gelecekteki işlem kontratının fiyatı $(100-8.32) \% 91.68$ 'dir. Tüm gelecekteki işlem piyasalarında olduğu gibi burada da fiyat değişimlerinde asgari bir limit uygulanmaktadır.¹⁵⁸

2.2.5.3. Endeks Gelecekteki İşlem Sözleşmeleri

Hisse senedi endeksleri üzerine yazılan gelecekteki işlem kontratları 1980'li yıllarda ortaya çıkmış ve piyasaya ilk sürüldükleri andan itibaren son derece popüler bir yatırım ve korunma (hedging) aracı haline gelmiş olan mali gelecekteki işlem ürünleridir.¹⁵⁹

Endeks gelecekteki işlem kontratları, belli bir borsa fiyat endeksi ile değeri belirlenen hisse senedi portföyünün, ileri bir tarihte fiyatı bugünden belirlenmek koşulu ile alınıp satılmasını içerirler. Bu sözleşmelerin temel işlevi herhangi bir

¹⁵⁸ AKSEL, a.g.e., s.44

¹⁵⁹ Arman KIRIM: "Borsa Endeksi, Futures Piyasaları" Bankacılar Dergisi Sayı:6 Ekim 1991 s.38

hisse senedi portföyünün sistematik riskine veya beta katsayısına karşı koruma sağlamaktadır. Borsa endeksi gelecekteki işlem sözleşmelerinde, belirli bir gelecek tarihte sözkonusu endekse verilecek değer bugünden belirlenmektedir. Teslim tarihi geldiğinde cari piyasadaki endeks değeri ile sözleşmede anlaşılan endeks değeri arasındaki fark anlaşmayı alan ya da satan tarafa nakit olarak ödenmektedir. Endeks sözleşmelerinde diğerlerine kıyasla fiziki teslimat hemen hemen hiç olmamaktadır.¹⁶⁰

Borsa endeks gelecekteki işlem kontratları alım satımı ilk kez 1982 yılında Chicago Mercantile Exchange (CME) borsasında, Standart and Poor 500 Endeksi üzerine yazılan kontratlar ile başlamış ve çok kısa bir zamanda popüler bir yatırım ortamı olmuştur.

Borsa endeksi kontratları, belli başlı bazı uluslararası endekslere dayalı olarak oluşturulurlar. Bunlar arasında en fazla işlem gören borsa endeks gelecekteki işlem kontratı Standart And Poor 500 Endeksi (s&p 500)'dir. CME'de işlem gören bu endeksin yanısıra CBOT'ta işlem gören Majör Market Index (MMI). Gelecekteki işlem kontratları, New York Stock Exchange Composite Index (NYSEI) kontratları, Londra'da LIFFE'de işlem gören Financial Times Stock Exchange 100 (FTSE 100) endeksi yaygın kullanılan gelecekteki işlem kontratlarıdır.¹⁶¹

Endeks gelecekteki işlem ürünleri fiziki teslimat içermezler ve nakdi mutabakat (cash settlement) yöntemine göre nihai mutabakata tabidirler. Yani, vade sonunda sizin endeks kontratını satın alış fiyatınıza bakılır ve vade sonundaki endeks fiyatıyla karşılaştırılır, oradaki fiyat farkı sizin kaybınız ya da kazancınız-

¹⁶⁰ MADURA, a.g.e., s.251

¹⁶¹ AKSEL, a.g.e., s.45

dır. Bu farkı da nakit olarak alır ya da verirsiniz ve söz konusu kontrat yerine getirilmiş olur. Fiyatların nasıl belirleneceği konusuna gelince, o da son derece basittir. Bir kez borsalarda hisse senedi endeksleri belirli bir sayı olarak günde belli aralıklarla ve gün sonunda hesaplanıp yayınlanmaktadır. Bu sayıyı belirli sabit bir “fiyat çarpanı” ile çarparsanız standart bir fiyat sistemi elde etmiş olursunuz. Örneğin bu çarpan 100 TL. olsun. Diyelim ki borsanın açılışında endeks 3000 dir. Bu durumda endeksin parasal değeri (3.000x100 TL) 300.000 TL olacaktır. Aynı şekilde kapanışta endeksin değerinin 3050’ye çıktığını varsayalım; o zaman fiyat (3050 x 100 TL) 305.000 TL. olur. Görüldüğü gibi yukarıdaki endeksin alınıp satılması mümkün olsa, sabah bu endeksi satın alan kişi akşam endeksi tekrar satsa 5.000 TL kar etmiş olacaktır. Ancak, bu alım satımın yapılabilmesi için belli bazı şartlar gerekir;¹⁶²

- a) Söz konusu endeks üzerine gelecekteki işlem kontratları yazılmış olması
- b) Bu kontratların standart büyüklüklerinin ve teslimat aylarının tanımlanmış olması
- c) Bu kontratların işlem gördüğü bir borsanın bulunması ve
- d) Bu borsaları ve yapılan işlemleri denetleyen mevzuatın ve ilgili üst kurumların mevcut olması

2.2.5.4. Gelecekteki İşlem Sözleşmesi Bazlı Opsiyon Sözleşmesi

Fiyat ve teslim tarihi bugünden belirlenmiş olan gelecekte teslim edilecek mali gelecekteki işlem kontratlarını vade bitiminde veya daha önce satın alıp, al-

¹⁶² KIRIM, a.g.e., s.38

mama veya satıp, satmama hakkını sağlayan kontratlardır. İlk olarak Ekim 1982’de CBOT’de T.Bond Gelecekteki işlem kontratları üzerine geliştirilmiş, daha sonra 1983’te S&P 500 Index kontratları üzerine opsiyon kontratları yazılmaya başlamış ve bunu izleyen yıllarda daha değişik gelecekteki işlem opsiyonu ürünleri geliştirilmiştir.¹⁶³

2.2.5.5. Mal Gelecekteki İşlem Sözleşmeleri

Gelecekteki işlemlerin geçmişine bakıldığında ilk önce mala dayalı gelecekteki işlemlerin başladığı daha sonra mali gelecekteki işlem sözleşmelerine kayış olduğu gözlenmiştir. Gelecekteki işlem sözleşmelerinin en eski ve konu alanı en geniş olan türü mal gelecekteki işlem sözleşmeleridir.

Mal gelecekteki işlem sözleşmelerinin konu alanı; buğday, arpa, şeker pancarı gibi tarımsal ürünler; et, hayvansal yağ, yumurta gibi hayvansal ürünler ve demir-çelik, petrol gibi metalürjik ürünlerdir.

İlk gelecekteki işlem sözleşmeleri ve dolayısıyla mal gelecekteki işlem sözleşmeleri, tahıl tarımındaki arz belirsizlikleri sonucu ortaya çıkan fiyat dalgalanmaları, depolama ve taşıma imkanları ve kalite saptamaya yönelik yöntemlerin yetersizlikleri sonucu, tahıl çiftçilerinin ve tüccarlarının ihtiyaçları doğrultusunda ortaya çıkmıştır.

2.2.6. GELECEKTEKİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİNİN FİYATLAMASI

Gelecekteki işlem piyasalarında da spot piyasalarda olduğu gibi fiyatlar arz-talep ile oluşur. Fakat bu arz-talep gelecek vadede spot piyasalardaki arz-taleptir.

¹⁶³ Bankacılar dergisi sayı:3 s.31

Bu yüzden gelecekteki işlem fiyatının belirlenmesinde spot ürünü ileri vadeye taşıma maliyeti, arbitraj, işlem giderleri ve getiriler etkili olmaktadır.¹⁶⁴

2.2.6.1. Taşıma Maliyeti

Bir gelecekteki işlem kontratı satmış olan taraf, kontratı satın alan tarafa kontrat vadesinde (teslimat tarihinde) kontratta belirtilen miktarda ürünü anlaşmış oldukları fiyattan vermeyi garanti etmektedir. Gelecekteki işlem kontratı satan taraf bu durumda iki seçenek ile karşı karşıya kalmaktadır;¹⁶⁵

1- Kendisi de gelecekteki işlemin vadesine kadar bekleyerek, o günkü spot piyasadan spot ürünü satın alarak borsa takas merkezine teslim eder ki, bu durumda kendisi tüm fiyat riskini üstlenmiş olacaktır. Gelecekteki işlemin vadesinde spot fiyatın teorik olarak sonsuz miktarda yükseleceği kabul edilirse bu durumda gelecekteki işlem satan tarafın sonsuz fiyat riski vardır.

2- Gelecekteki işlem satan taraf kontrat bedeli kadar ürünü spot piyasadan satın alarak vadeye kadar tutar ve teslimat tarihinde takas merkezine veya kontratı satın alan tarafa teslim eder ki bu durumda gelecekteki işlem satan tarafın herhangi bir riski yoktur.

Ancak bu strateji spot ürünün bugünkü spot piyasadan satın alınması için gerekli finansman maliyeti, ürünün depolanma maliyeti ile sigorta giderleri gibi ilave maliyetler getirecektir. Spot ürünün vadesine kadar taşınması için yüklenilen bu ek maliyetlere “taşıma maliyeti” adı verilmektedir. Mali ürünlerde taşıma

¹⁶⁴ Arman KIRIM: “Future Kontratlarının Fiyatlandırılması” Bankacılar Dergisi T.B.B. Yayını Sayı 5, Temmuz 1991 s.33

¹⁶⁵ AKSEL. a.g.e., s.52

maliyeti yalnızca finansman maliyetini içermektedir.¹⁶⁶

2.2.6.2. Arbitraj

Arbitraj en basit ifade ile bir malı ucuz piyasada alıp pahalı piyasada ya da pahalı piyasada alıp ucuz piyasada satmaktır.

Arbitraj, profesyonellere göre her tür sözleşme ve piyasa içine dağıtım olup, özgün anlamında kullanıldığında aynı varlığın iki değişik fiyattan risksiz veya az riskli olarak satın alınması veya satılması olarak tanımlanmaktadır.¹⁶⁷

Gelecekteki işlem piyasalarda arbitraj mekanizmasının nasıl işlediğini bir örnekle inceleyelim:

Spot piyasada pamuğun kilosunun 60.000 TL. olduğunu varsayalım. Pamuğun aylık depolama maliyeti kilo başına 200 TL., sigorta masrafları 5000 TL., taşıma masrafları 2600 TL, finansman maliyeti ise aylık % 50 TL.'dir. Bu koşullar altında bir senelik gelecekteki işlem fiyatının;

$$\begin{array}{r}
 60.000 \text{ TL} \\
 2.400 \text{ TL (200 TL x 12 ay)} \\
 5.000 \text{ TL} \\
 2.600 \text{ TL} \\
 + 30.000 \text{ TL (60.000 x \% 50)} \\
 \hline
 100.000 \text{ TL'yi aşmaması beklenir.}
 \end{array}$$

Bir senelik pamuk gelecekteki işlem sözleşmesinin fiyatının 150.000 TL olduğunu farzedelim. Arbitrajcılar bu durumdan faydalanmak isteyeceklerdir. Arbitrajcı 1 yıl vadeli borçlanarak spot piyasadan pamuğu satın alarak depolar ve 1

¹⁶⁶ AKSEL, a.g.e

¹⁶⁷ Desmond Mr.FITZGERALD: "Financial Futures" Euromoney Publications London 1983 s.137

yıl vadeli pamuk gelecekteki işlem sözleşmesi satar. Vade bitiminde pamukları takas merkezine teslim eder ve aldığı 150.000 TL'nin 100.000 TL'si ile maliyetlerini karşılar. 50.000 TL. ise arbitrajcının 1 kg. pamuktan elde ettiği kardanır.

2.2.6.3. İşlem Giderleri

İşlem giderlerinin başlıcaları şunlardır.¹⁶⁸

- Alış-satış spreadi,
- Marjinler
- Kredi Mevduat Faiz Spreadleri,
- Komisyonlar.

2.2.6.4. Getiriler

Bir kıymetin gelecekte satın alınması yerine bugün satın alınmasının yarattığı maliyetler taşıma maliyetleri idi. Fakat bunun bir de sağlayacağı getiriler sözkonusudur.

Döviz gelecekteki işlem sözleşmesinde peşin alınan dövizli sözleşme vadesine kadar işletmekle elde edilen faiz geliri bir getiridir. Hisse senedi gelecekteki işlem sözleşmesi satıldığında peşin alınan hisse senetlerine sözleşme vadesine kadar yapılan temettü ödemeleri de bir getiridir.

Tüm bu faktörlerden sonra gelecekteki işlem fiyatını, aşağıdaki gibi formüle edebiliriz;

¹⁶⁸ KIRIM, a.g.e., s.35

$$F_{t,T} = C(1+r^{t,T}+S_{t,T}+I_{t,T}+F_{t,T})+TF-FV$$

t,T = Spot tarihten gelecekteki işlem sözleşmesinin teslim tarihine kalan zaman

F = Gelecekteki işlem fiyatı

C = Spot fiyat

r = Finansman faizi

S = depolama maliyeti

I = Sigorta maliyeti

f = Navlun maliyeti

TF = Toplam işlem giderleri

FV = Beklenen getirilerin gelecekteki değeri

Denklemden de anlaşıldığı gibi normal koşullar içerisinde gelecekteki işlem fiyatları spot fiyatlardan taşıma maliyeti kadar fazla olmalıdır. Bu tür piyasalar normal piyasalar (taşıma maliyeti piyasaları) veya “contango” piyasalardır. Bazen de spot fiyatın gelecekteki işlem fiyatından büyük olması durumu sözkonusudur. Bu durum genellikle tarımsal ürünlerde ortaya çıkar. Spot piyasada talep fazlalığı veya arz noksanlığı olmakla birlikte, gelecekteki işlem vadesi içinde yeni hasat beklendiğinden, vadedeki beklenen spot fiyat (yani gelecekteki işlem fiyatı) bugünkü spottan daha küçük olabilir. Gerçekten de gelecekteki işlem fiyatları teslimat tarihindeki beklenen spot fiyatlara yaklaşma eğilimi gösterdiğinden “tersine piyasalar (inverted markets)” adı verilen piyasalar ile anlaşılır olmaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3- TÜRKİYE'DE TÜREV ARAÇLAR

Türkiye'de türev araçlar yasal ve ekonomik sınırlamalar nedeniyle son bir kaç yıldır uygulanmaktadır. Çeşitli faktörler türev araçların gelişme şansını azaltmaktadır. Bununla birlikte, ekonomik gelişmeye paralel olarak türev araçların gelecek yıllarda hızla artacağı görülmektedir.

3.1. TÜRKİYE'DE VADELİ İŞLEMLERİN GELİŞMEME NEDENLERİ

Vadeli işlemlerin bir ülkede gelişebilmesi, ülkedeki doğal finansal gelişmeyle sıkı sıkıya ilgilidir. Eğer bir ülkedeki spot işlemlerin görüldüğü finansal piyasalar gelişmişse ve bu piyasalar yasal ortamlara kavuşmuşsa bunun sonucu olarak vadeli işlem piyasaları gelişme zemini bulacak, işlerlik kazanacak ve sağlıklı gelişimini sürdürecektir.

Türkiye'de sermaye piyasasının oluşumu bundan yüzyıl öncesine, Osmanlı dönemine rastlamaktadır. Avrupa'da yaşanan sanayi devriminin ardından kurulan anonim şirketlerin halka açılması ile birlikte Türkiye'de yaşayan yabancı tacirler bu şirketlerin hisse senetlerine ilgi duymaya başlamışlardır. Artan ilgi ile birlikte Türkiye'de faaliyetlerini sürdüren yabancı şirketler hisse senedi ve tahvil ihraç etmeye başlamışlardır. Bugünkü şeklinden oldukça uzak olmakla birlikte o dönemlerde sermaye piyasasının ilk temelleri atılmıştır. İlk olarak 1864'te Galat Bankerleri bir dernek kurmuş, 1866 yılında ise hükümet tarafından ilk borsa ku-

rulmuştur.¹⁶⁹

Ancak Birinci Dünya Savaşının başlaması ile gelecek vadeden sermaye piyasası çökmüştür. Devlet, savaşın getirdiği ekonomik problemler nedeniyle, mali piyasaya müdahale gereği duymuştur. Savaş sonrası yıkılmış, piyasada serbest piyasa koşulları uygulanamayacağından, devlet bu piyasayı kurtarmak için sıkı ekonomik politikalar uygulamak zorunda kalmıştır. Birinci Dünya Savaşı sonrasında mali piyasa devlet müdahaleli, rekabet ortamından uzak ve dışa kapalı konumda kalmıştır. Piyasa 1960'lı yıllarda bazı faaliyetlerin uygulanmasının başlamasına kadar 40-50 yıl boyunca bu şekilde kalmıştır. Sermaye piyasasının yeniden hareketlenmesi tasarruf bonoları ve hürriyet tahvilleri ile başlamıştır.

İMKB pek çok eksikleri olan henüz çok yeni bir borsadır. Yabancı borsalar örnek alınarak kurulmuştur. Bu da farklı bir mali ve ekonomik yapıya sahip olan Türkiye için uygun düşmemektedir.

Türk Bankacılık Sistemi, Türkiye'nin finansal yapısını oluşturan en önemli kesimdir. İMKB'nin henüz çok yeni ve iyi bir alt yapıya kavuşmuş olmaması borstanın ağırlık kazanmasına engel olmuştur. Bu yüzden bankacılık sistemindeki eksiklikler vadeli işlemlerin gelişmeme nedenlerine zemin oluşturmuşlardır.

Halen Türkiye'de yeterince gelişmiş bir vadeli işlem piyasası mevcut değildir. Bankalar, örneğin vadeli döviz satışlarını hedge etmek için vadeli döviz alma olanağı bulamamakta, tek taraflı vadeli işlem yaptıklarında kur riskini tamamen kendileri taşımak durumunda kalabilmektedirler.¹⁷⁰

¹⁶⁹ Muharrem KARSLI, "Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler" İstanbul 1989 s.31

¹⁷⁰ GÜMÜŞELİ, a.g.e., s.102

1980 yılına gelinceye kadar klasik mevduat ve kredi faaliyetleri ağırlık taşımıştır. Mevduat ve kredi faiz oranları devlet tarafından belirlendiğinden ülkenin finans sisteminde devlet hakimiyetinin mevcudiyetinden söz etmek yanlış olmaz.¹⁷¹

Yasal ve finansal faktörlerin yanında telekomünikasyon da vadeli işlemler açısından büyük önem taşır. Bugün vadeli işlem piyasaları güçlü telekomünikasyon ağı ile faaliyetlerini sürdürmektedirler. Türkiye’de şimdiye kadara telekomünikasyon ağının yeterince hızlı işleyememesi finansal faaliyetlerin yeterince gelişmemesine sebep olmuştur. Finansal piyasalarda hızlı ve geniş bir bilgisayar ağı ve telefon ile anında bilgi aktarımı ile anlık değişimler izlenmektedir. Piyasalardaki anlık değişimlerin izlenmesi yanında bu değişimleri yorumlayabilecek bilgi ve uzmanlık da gerekmektedir.

Psikolojik sebepler de vadeli işlem piyasalarını etkileyen faktörlerden biridir. Bugün gelişmiş piyasalarda bile psikolojik faktörlerin etkisini sıfıra indirmek mümkün olmamıştır. Gelecek ile ilgili belirsizlikler herkeste endişe yaratmakta ve insanlar bu belirsizliğe karşı önlemler alma eğilimi duymaktadırlar. Deprem, sel gibi tabii afetler, devalüasyon, enflasyon gibi ekonomik istikrarsızlıklar, hükümetin düşmesi ve savaş olasılığı gibi politik faktörler, kişilerin yatırım kararını etkiler.

Türkiye’deki ekonomik ve politik belirsizlikler her zaman finansal piyasaların ve finansal araçların gelişimine engel olmuştur. Ekonomideki istikrarsızlıklar, kronik enflasyon, sık sık değişen mevzuat, yasal işlemlerde karşılaşılan prob-

¹⁷¹ Hasan Basri GÖKTAN: “Türk Bankacılığın Güncel Sorunları” Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi Haziran 1994 s.40

lemler ve siyasal olaylar Türkiye’de finansal piyasaların gelişimini engelleyen psikolojik faktörleri oluşturmuşlardır. Devalüasyon söylentisi piyasayı alt üst etmeye yetmektedir. Henüz bazı önlemler çok yakın bir tarihte alındığından psikolojik faktörlerin etkisini azaltmak mümkün olmamaktadır. Firmaların yatırımcılara sunduğu bilgilere şüpheyle bakılmaktadır.

Finansal piyasaların uygulama alanı henüz yalnızca bankalar olduğundan, bu piyasalara karşı oluşan güvensizliğin en büyük sebeplerinden birisi yakın tarihte yaşanan banka iflaslarıdır. Yatırımlar büyük miktarlar gerektirdiğinden, çalışılacak bankayla ilgili bir belirsizlik ve Türkiye’deki ekonomik gelişmeler ile ilgili en ufak bir belirsizlik kişileri yatırım kararından caydırmaya yetmektedir.

Türkiye’deki yüksek ve kronik enflasyon vadeli işlemlerin gelişmesini etkileyen en önemli faktörlerdendir. İlk bakışta enflasyon vadeli işlemlerin yapısına son derece uygun bir yaklaşım olarak görülebilir. Ancak Türkiye’deki fiyat artışlarında istikrar yoktur, enflasyon oranı her sene değişmektedir. Piyasa ve ekonomi çok iyi takip edilerek, çok iyi analiz yapılarak riskin bir bölümü ortadan kaldırılabılır. Kalan riski göze alabilecek yatırımcı sayısı ise vadeli işlem piyasasının gelişmesini sağlayacak miktarda olmamaktadır.

1994 yılında yaşanan kriz ülke ekonomisine çok büyük darbe vurmuştur. Bankacılık sektörü ve finansal sistem bu krizden en büyük yarayı alan kesim olmuştur. Bankalar halkın güvenini sağlayabilmek için az riskli işlemlere ağırlık vermişler ve bu işlemler de vadeli işlemlerin tam yaygınlaşmaya başladığı sırada yine geri planda kalmasına sebep olmuştur.

Vadeli işlemlerin yaygınlaşmamasının bir sebebi de sosyal nedenlerdir. Türk halkının çoğunluğu yakın geçmişe kadar Anadolu yaşamını sürdürdü. Birikmiş

paralarını ya altına yatırır, ya da faize yatırır. İçe dönük bir yaşam sürdürürdü. Ülke dışındaki gelişmelerden habersizdi. 1980 'li yıllarda dış ticarete getirilen serbesti ve teşvikler, ithal mallarının ülkeye girmesi ile hem sosyal hem de finansal konularda bazı kalıplar aşılmaya başlandı. Ancak ülkenin olumsuz ekonomik koşullarında bunlar da vadeli işlemlerin yeterince gelişmesini sağlayamamıştır.

24 Ocak 1980 kararlarına kadar ülkede uygulanan Kambiyo rejimi uluslararası finansal faaliyetlerin yaygınlaşmasının en büyük engellerinden biriydi. 24 Ocak kararlarıyla getirilen kambiyo düzenlemeleriyle Türk Bankacılık Sistemi dışı açılmaya başlamıştır.

3 Haziran 1982 tarihinde yayınlanan tebliğ ile “kısmi konvertibiliteye geçiş” sağlanmıştır.¹⁷² Bu tarihten önce döviz giriş çıkışı sıkı kontrolle sağlanıyor ve paranın döviz karşısındaki değeri T.C. Merkez Bankası tarafından ayarlanıyordu. 29.12.1983 tarih ve 28 sayılı “Türk Parasının Kıymetini Koruma” (TPKK) hakkındaki karar ile T.C. Merkez Bankası ve diğer bankalara uluslararası bankacılık işlemleri yönünden geniş yetki sağlanmıştır. Türkiye’ye her türlü yoldan döviz giriş çıkışı hiçbir kayda tabi tutulmadan serbest bırakılmıştır.

3.2. VADELİ İŞLEMLERİN TÜRKİYE’DE UYGULANABİLİRLİĞİ

Türkiye, tüm bu olumsuz faktörlere ve gecikmiş gelişmelere rağmen vadeli işlemlerde son derece hızlı ilerleme göstermektedir. Bu hızlı ilerlemedeki en büyük payı Türk yatırımcısı almaktadır. Türk yatırımcısının yeniliğe duyduğu ilgi ve

¹⁷² İzlem SEZGİN, Coşkun TUNCAY: “Avrupa Topluluğunda Bankacılık Alanındaki Gelişmeler Paralelinde Türk Bankacılığının Dışa Açılımı” İş Bankası Yayınları Ankara 1992 s.49

cesaretle yeni finansal tekniklere olan ilgi her geçen gün artmaktadır.

Öte yandan 1989 yılında 32 sayılı kararla Türk Parasını Koruma Kanununda yapılan değişiklikler Türk yatırımcısının yabancı borsalara yatırım yapabilme imkanını sağlamıştır. Vadeli işlem sözleşmeleri hisse senedi ve tahville negatif korelasyona sahiptir. Dolayısı ile bu tür sözleşmeleri hisse senedi ve tahvil portföyüne katan yatırımcılar aynı getiriye daha az bir risk düzeyinde elde etme olanağına sahiptirler. Örneğin, ABD’de yapılan bir çalışmada, % 60 hisse senedi, % 40 ‘da vadeli işlem sözleşmelerinden oluşan bu portföyün tamamı hisse senedinden oluşan bir portföye kıyasla getiri düzeyi aynı iken risk, 1/3 oranında azaltılabilmektedir. Ayrıca ticari mal vadeli işleminin enflasyonla olan pozitif korelasyonu, enflasyon karşısında riski sıfırlama açısından hisse senedine kıyasla bir üstünlük sağlamaktadır.¹⁷³

Türk Mali Piyasası etkin bir piyasa görünümünde olmasa da gelişmiş piyasaların özelliklerini de göstermektedir.

Piyasada sistematik olmayan riskin yüksekliği portföy oluşturmaya elverişli bir ortam yaratmaktadır. Bu aynı zamanda vadeli işlemler için de geçerlidir.

30 Temmuz 1981’de yayınlanan, Şubat 1982’de yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile Sermaye Piyasasının kurulması ve gelişmesi için önemli bir adım atılmıştır.

Türkiye, hem yatırımcısının özelliği, hem de piyasa yapısı bakımından vadeli işlemler için oldukça elverişlidir. Vadeli işlemlerin yapılabileceği sektörlerden ilk dikkati çeken tarım ve tekstil sektörleridir. Bu gün Türkiye ihracatının en

¹⁷³ Ramazan AKTAŞ, Ercan BEYAZITLI: “Ticari Mal Vadeli İşlem Piyasası”, Ankara Ticaret Odası yayını, Kasım-Aralık sayı: 42 s.38-39

büyük payı tekstil ürünlerine aittir. Pek çok ülkede aranan kalitede üretim gerçekleşmektedir. İzmir’de “Pamuk Future Borsası” kurularak tekstile daha da canlılık kazandırmak amaçlanmıştır. İleride Türkiye Cumhuriyetlerinde üretilen pamuğun ülkemizde işlenmesi hedeflenmektedir. Böylece hem bu piyasanın hareketlenmesi sağlanacak, hem de tekstil piyasasının gelişmesine yardımcı olurken aynı zamanda Türkiye Cumhuriyetlerine uluslararası piyasalarda tecrübe kazandıracaktır.¹⁷⁴

Tekstil ve tarım ürünleri dışında Türkiye’de vadeli işlemlere konu olabilecek çok fazla ürün vardır. Öncelikle ürünlerin genel özelliklerine değinelim.¹⁷⁵

1) Vadeli işlemlere konu olabilecek mallar sürekli desteklemeye tabi değildir. Çünkü devletin destekleme politikası ile vadeli işlem piyasaları bir birlerini ikame edici özelliktedir.

2) Ürün için rekabetçi piyasa yapısı olmalıdır. Çünkü vadeli işlemlerin ana şartlarından birisi tam rekabettir.

Bunların dışında işlem görecekt ürünlerin kalitesinin belli bir standartta olması ve standartların o konunun uzmanlarınca değerlendirilmesi gerekir. Türkiye’de bu işi yapan TSE vardır. Yalnızca vadeli işlem piyasasına hizmet verecek böyle bir kurum oluşturulabilir.

Vadeli işlemlerin gelişebilmesi kanuni altyapının uygunluğuna bağlıdır. Hukuk düzeninin aksamadan işleyebilmesi ayrıntılı bir hukuki altyapının oluşturulmasına bağlıdır.

Etkin bir borsanın bulunması gerekir. Borsanın etkin olabilmesi için firma-

¹⁷⁴ İKTİSAT DERGİSİ: “Future Market Kuralları Tartışılıyor”, TOBB Yayını 21.9.1992. s.6

¹⁷⁵ Güven SAK, Sevdil ÇOLAKOĞLU: “Futures Piyasalarına Konu Olabilecek Mal Gruplarının ve İlgili Borsanın Belirlenmesi Üzerin Öneriler” SPK Araştırma Raporu Ekim 1989, s.2

ların halka sunduğu bilgilerin doğru olduğuna dair güven oluşmalıdır. Bu da borsanın denetim organına duyulan güven ile paralel gider. Borsada faaliyet gösteren kişilere aracılık eden kişi ve kurumlar da borsanın etkinliğinde önemli rol oynamaktadır. Aracı kurumlar, müşterilerden aldıkları emirleri belirtildiği şekilde yerine getirmeyebilirler.¹⁷⁶

Vadeli işlemlerin etkin bir şekilde uygulanabilmesi, piyasanın belli bir derinliğe sahip olması, yani belli bir işlem hacmine ulaşmış olmasına bağlıdır. Türkiye’de sermaye piyasası henüz yeterince gelişmemiş olmasına rağmen, son yıllarda sermaye piyasası kanununda yapılan değişiklikler, hukuki yaptırımların oluşturulması sermaye piyasası faaliyetlerin genişletilmesi ile kısa sürede büyük aşama kaydetmiştir.

Bundan birkaç sene öncesine kadar çerçevesi oldukça dar olan Sermaye Piyasası Kanunu 1992 yılında yapılan yeni düzenlemeler sonrasında değişti. 13 Mayıs 1992 tarihli Resmi Gazetede Sermaye piyasası faaliyetleri ve sermaye piyasası kurumları yeniden belirlendi. Buna göre Sermaye Piyasası faaliyetleri:

- 1- Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arz yoluyla alım-satımına aracılık
- 2- Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı
- 3- Finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mal ve kıymetli maddelere dayalı vadeli işlem sözleşmesi yapılmasına aracılık.
- 4- Menkul kıymetlerin geri alım-satım yoluyla alım-satımına aracılık

¹⁷⁶ Ümit EROL : “Futures Piyasası: Teori ve Pratik”, TBB Yayını, Ankara, 1994, s.20

5- Yatırım danışmanlığı

6- Portföy işletmeciliği veya yöneticiliği.

3.3. TÜRKİYE'DE OPSİYON İŞLEMLERİ

Türkiye'de 80'li yılların sonunda uygulanmaya başlanan opsiyonlar Avrupa ve Amerika'da uzun yıllardır yaygın olarak kullanılmaktadır.

İçinde bulunduğumuz zaman itibariyle, opsiyon piyasaları finansal piyasaların doğal gelişim zincirinde son halkalarından birini oluşturmaktadır. Daha çok banka bazında yürütülmekte olan opsiyonlara talep son zamanlarda daha da artmaktadır.

Finansal gelişimin geç başladığı fakat hızlı bir ilerleme gösterdiği Türkiye'de opsiyonlar araştırılma ve tanınmaya yeni başlamıştır. Türk Finans sistemi uluslararası finansal gelişmeleri yakından izleyerek bu gelişmelere uygun piyasaların oluşum sürecini hızlandırmaktadır.

1980 sonrası hızla artan özelleştirme ve dışa açılma politikaları yabancı yatırımcıları Türkiye'ye çekmektedir. Türk Lirasının değer kaybetmesi, yabancı yatırımcılar için döviz riskini arttırmaktadır. Bu nedenle, opsiyonlara olan ihtiyaç artmaktadır.¹⁷⁷

Opsiyonların Türkiye'deki uygulamalarının yaygınlaşmamasının nedenleri şunlar olabilir.¹⁷⁸

1) Anlaşılmasının zor ve bu konudaki bilgilerin az olması

¹⁷⁷ CEYLAN, a.g.e., s.226

¹⁷⁸ CEYLAN, s.226

2) Bu işlemlerin tanıtımının yeterli düzeyde olmaması

3) Türkiye’de yabancı kağıtlar üzerinde oluşmuş ciddi bir bilgi birikimi bulunmadığından gerçek anlamda full-servis yatırım danışmanlığı ve aracılık yapacak yatırım kuruluşlarının olmaması.

4) Opsiyon piyasalarının gelişimini destekleyecek mevzuat ve alt yapının olmaması.

5) Yüksek enflasyon ve ekonomideki dalgalanmalar nedeni ile opsiyon satıcısının oldukça fazla risk üstlenmesinin gerekmesidir.

Opsiyon piyasalarının gelişebilmesi öncelikle sermaye piyasalarının olgunlaşmasına bağlıdır. Oturmuş ve olgunlaşmış finansal piyasaların varlığı, dar bir çerçevede de olsa kişi ve kuruluşların ihtiyaçları paralelinde vadeli kontrat işlemlerinin genişlemesi, sözkonusu işlemlerin yasal bir çerçeveye alınmasını zaruri bir hale getirecektir.

Ekonomik ve finansal gelişmeler sonucu genişleyecek olan opsiyon işlemlerinin yasal düzenlemelere kavuşturulması ve opsiyon piyasalarının disipline edilmesi, opsiyon işlemlerinin bunu gerektirecek hacme ulaşması, yeterli deneyim, bilgi ve uzman personelin varlığı gibi şartları gerektirmektedir. Uzman personel ve yönetici sayısı arttıkça, uluslararası piyasalardaki teknolojik gelişmeler finans sektörüne daha hızlı yansıtılacaktır.

Ülkemizde opsiyonlar konusunda yasal bir düzenleme yoktur, ancak opsiyon işlemlerine engel bir sınırlama da yoktur. 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile “yeni mali araçlar ihdas edilecek” denilerek türev ürünlerinin ülkemizde de yerleşmesi açısından önemli bir esneklik sağlanmıştır.

Opsiyonların ülkemizdeki kullanım alanı daha çok işletmenin kendi döviz ve menkul kıymet portföylerini koruma altına almak, spekülasyon yapmak ve döviz tevdiat hesapları ile oluşturulan döviz pozisyonunun bu hesapların maliyetinin üstünde getiri elde etmesini sağlamak amacıyla oluşmaktadır.

Ülkemizde opsiyonlar sadece finansal kurumların kendi risk yönetimlerini koruma amacıyla sınırlandırılmıştır. Ancak Sermaye Piyasası Kurulu ve Merkez Bankasının opsiyonlar konusunda sınırlama getirmemesi gelişmeleri destekleyici ve olumlu yönde etkileyecek bir faktör olarak değerlendirilmektedir.

Ülkemizde yeni kurulacak olan borsaların düzenlenmesi yine sermaye piyasası kurulu tarafından yürütülecektir. Bu doğrultuda SPK'da 1989 yılından beri vadeli işlem ve opsiyon piyasaları ile ilgili çalışma ve araştırmalar yapılmakta ve kurum personeli bu konuyla ilgili olarak eğitilmektedir.

1991 yılında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından "Türk Sermaye Piyasalarının Modernizasyonu" Projesi uygulamaya konulmuştur. Bu projeye ülkemizde risk aktarımına imkan tanıyacak vadeli işlem piyasalarının oluşturulması konusu da dahil edilerek, mali piyasaların gelişme sürecine yeni bir güç katılması ilkesi benimsenmiştir. Bu çalışmalarda mali araçlara dayalı vadeli işlem piyasaları için, öncelikle teknik alt yapının modernizasyonunu amaçlayan otomasyonun tamamlanması için beklenmesi gerektiği, mevcut yapılarla henüz erken olduğu, ancak mal piyasalarına dayalı bir mekanizma kurulabileceği vurgulanmıştır. Mal piyasaları incelenerek pamuk üzerine vadeli işlem piyasasının kurulmasının uygun olduğu belirtilmiştir.

3.4. TÜRKİYE'DE GELECEKTEKİ İŞLEMLER

Gelecekteki İşlem Piyasaları, Türk ekonomisini ve finans sistemini dünya ekonomisi ve finans kesimi ile bütünleştirme hedefini gerçekleştirmesine katkıda bulunacak önemli bir araç olarak 1989 yılında (Altıncı Beş Yıllık Kalkınma Planı Döneminde) ülkemizin ekonomik gündemine girmiş bir konu olarak, 1989 yılında Sermaye Piyasası Kurulu'nda gelecekteki işlemleri tanımlanması ve Türkiye'de özellikle mal borsasının hazır olması nedeniyle mala dayalı bir gelecekteki işlem borsasının kurulması yolunda araştırmaların yapıldığı, raporların hazırlandığı gözlenmektedir.¹⁷⁹

1991 yılında Sermaye Piyasası Bülteninde, Türk Sermaye Piyasalarının modernizasyonu başlığı altında, uygulamaya konulan "Türk Sermaye Piyasaları'nın alt yapısını yasal ve kurumsal eksikliklerini tamamlamayı ve yeni piyasalar oluşturmayı hedefleyen Türk Sermaye Piyasaları'nın Modernizasyonu Projesi" nin alt projelerinden biri de "Gelecekteki İşlem" piyasalarıdır.

Türkiye'de gelecekteki işlemlerin mevcut borsaları ile başlatılabilmesi açısından bakıldığında, Türkiye'de 69 adet ticaret borsası 5590 sayılı yasa uyarınca sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın denetimi altında faaliyet göstermekte olup, bu borsalardan İzmir Ticaret Borsası (İTB) gerek organizasyonu, fiziki donatımı, işlem hacmi gerekse borsacılık düzeni ve disiplini ile Türkiye'nin en gelişmiş spot piyasaya dayalı bir ticaret borsası özelliğini göstermektedir.¹⁸⁰

İzmir Ticaret Borsası tarafından yapılan araştırmalarda İzmir'de pamuğa dayalı future işlemlerinin başlatılabilmesi için gerekenler şu şekilde açıklanmış-

¹⁷⁹ AKSEL, a.g.e., s.104

¹⁸⁰ AKSEL, a.g.e., s.105

tır.¹⁸¹

1) Gelecekteki işlem piyasaları için İzmir Pamuk Borsası'nda deneyim kazanmış iyi işleyen spot bir piyasa mevcuttur.

2) Pamuk ürünü geniş bir ticari sirkülasyonuna sahip ve toplumun farklı kesitlerinin ticari ilgisini çekmektedir.

3) Pamuk yeterince standardize edilmiş bir tarım ürünüdür.

4) Vadeli işlem piyasasının vazgeçilmez elemanı olan pamuk korbeyi (pit) ve yüksek sesle açık alım-satım sistemi (open-outery) yüzyıldır, İTB'de uygulanmaktadır.

5) Pamukla kamunun müdahale sınırlarının gittikçe daralmasını öngören politikalar bu ürünlerde tam bir serbest piyasanın hızla yerleşmesine olanak verecek şekilde gelişme göstermiştir.

6) Fiyat değişkenliği, hem riskten korunmak isteyenlerin hem de risk yüklenmek isteyenlerin ilgisini çekebilir.

Bütün bu özellikler pamuğun Türkiye'de Gelecekteki işlemlere başlatılabileceğini göstermektedir.

Ayrıca, İTB'de yapılan araştırmalarda bu konuda yapılması gereken işlemler belirtilerek, bu işlemler sırasıyla gerçekleştirildikten sonra sözkonusu borsanın işlerlik kazanabileceğine dikkat çekilmiştir.¹⁸²

İTB'ca gelecekteki işlemlere Türkiye'de geçilebilmesi için gereken işlemler

¹⁸¹ Vadeli İşlem Borsaları için Temel Rehber. İTB Yayın No:51 s.56

¹⁸² A.g.e., s.57

şu şekilde sıralanabilir.¹⁸³

1) Sermaye Piyasası Kanunun'da yapılan son değişiklikler ve sağlanan olanaklar çerçevesinde;

- Başlatılan aksiyon planı ve çalışmaların tamamlanması
- Tam bir ekonomik, teknik ve fizibilite çalışması yapılması

2) Bugünden yeterli bir ilgi alanı oluşturmak amacıyla tanıtım programının hazırlanıp, uygulanması

3) Gerekli uzman personelin yetiştirilmesi için ciddi bir eğitim programı hazırlanarak uygulanması

4) Hukuki ve kamu maliyesi açısından var olan engelleri kaldıracak yeni düzenlemelerin yapılmasıdır.

Gelecekteki işlemlerin başlatılabilmesi ve geliştirilebilmesi için teknik personelin bilgilendirilmesi ve yetiştirilmesi kadar gelecekteki işlemler konusunda kişilerin de bilgilendirilmesi ve toplumun alt yapısının bu işlemler için hazırlanması gerekir.

Gelecekteki işlem sözleşmelerinin sadece Gelecekteki işlem borsalarında alınıp satılması Türk bankalarının gelecekteki işlem borsalarında işlem yapmasını zorlaştırır. Türk bankaları ancak yurtdışındaki aracı kuruluşlar aracılığı ile gelecekteki işlem borsalarında işlem yapabilmektedir. Bu durum, opsiyon sözleşmeleri için de geçerlidir. Ancak, opsiyon sözleşmelerinin OTC (Tezgahüstü) piyasalarda ihtiyaca göre düzenleme imkanı olması bu zorluğu ortadan kaldırmakta-

¹⁸³ AKSEL, A.g.e., s.106

dır.¹⁸⁴

Gelecekteki işlem piyasalarının başarılı olabilmesi etkin bir ekonomik yapının oluşumuna bağlıdır. Oysa Türkiye'deki yüksek enflasyon diğer finansal kesimleri olduğu gibi bu sektörü de olumsuz etkilemektedir. Enflasyon nedeniyle artan risk yüzünden yatırım tercihleri kısa vadeli alanlara yönelerek, finansal araçların değerlerini kaybetmesine sebep olmaktadır. Finansal araçların getirileri değer kaybını engelleyemediğinden yatırımcılar finansal yatırımların dışında yatırımlar aramaktadırlar.

Günümüzde uygulanan, yatırımcılara enflasyonun üzerinde getiri sağlayan risksiz, kamu finansal araçlarına uygulanan yüksek faiz politikaları ile risk ve getiri arasındaki ilişkinin kopması ve mali piyasalarda birtakım sapmalar gözlenmektedir. Bunun sonucunda para ve sermaye piyasasındaki getiri oranları arz ve talep yoluyla değil de kamu otoriteleri tarafından belirlenmekte, para ve sermaye piyasası araçlarına uygulanan yüksek faiz de, sermaye piyasası araçlarında denge-lerin sapmasına sebep olmaktadır.

Gelecekteki işlem piyasaları sisteminin Türkiye'de oluşturulabilmesi için gerekli ön koşullar şu şekilde tespit edilebilir.¹⁸⁵

I) Konuyla ilgili bir borsanın varlığı

II) Konu olan enstrümanlarla ilgili iyi işleyen bir spot piyasanın mevcut olması. (Uygulamalarda görüldüğü gibi mal piyasalarında, spot ve gelecekteki işlem piyasaları aynı çatı altında faaliyet göstermektedir.)

¹⁸⁴ GÜMÜŞELİ, A.g.e., s.104

¹⁸⁵ GÜMÜŞELİ, A.g.e., s.108

III) Fiyatların sağlıklı bir şekilde oluşabilmesi için ilgili enstrümanların arz ve talep hacminin geniş olması,

IV) İlgili enstrümanların yeterince standardize olmaları

V) Gelecekteki işlem piyasası için aktif bir likiditeye gereksinim olduğundan, ilgili enstrümanların fiyatlandırılmasının devlet kontrolü altında veya herhangi bir monopol tarafından yapılmamaları, serbest piyasa güçlerince gerçekleştirilmeleri.

VI) Spekülatörlerin spekülasyon, hedgerların hedging yapabilmeleri için fiyatların dalgalı olması,

VII) Yeterli likidite için piyasalara ticari katılımı sağlayacak borsa nezninde çok iyi sermaye birikimine sahip grupların varlığı ve desteği.

VIII) Altyapı tesis imkanlarının ve hizmetlerin, yönetim, depolama, takas mekanizması, telekominikasyon, bilgisayar ağlarının çok iyi şekilde koordine edilmesi, gerekmektedir.

Gelecekteki işlemlerin temel amacı daha önce de belirttiğimiz gibi mal ve finansal araç satan ve satın alanların fiyat değişiklikleri karşısında, riskten korunmalarını sağlamak, tasarruf yapmak isteyenlere ise yeni yatırım imkanları yaratmaktır. Bunun yanında gelecekteki işlemlerinin gelişmesi ve genişlemesinin Türkiye'ye sağlayacağı yararlar vardır; birçok sayıda alıcı ve satıcı serbest rekabet koşulları içinde işlem yapacağından gerçek piyasa fiyatlarının oluşmasına olanak sağlanacaktır. İşlemler takas odası sistemi ile yapılacağından tam bir güvence sağlanacaktır. Üretimde sürekli gelişme arz ve talebin dengede olmasını sağlayacaktır. Alım satımların çoğunlukla fiziki teslim ile değil de ters yönlü po-

zasyon ile kapatılması, yatırılan küçük teminatların büyük hacimli işlem yapılmasına olanak sağlaması ekonomiye ve piyasaya likidite sağlayacaktır.

SONUÇ

Bu çalışmamızda piyasalarda oluşan risk kavramını ve bu riskleri en aza indirmek ve yönetilmesini sağlamak amacıyla ortaya çıkan türev araçlardan opsiyonlar ve gelecekteki işlemleri incelemeye çalıştık.

Gelecekteki işlemler ve opsiyonlar piyasalarda mevcut olan riskleri yok etmezler yalnızca farklı birimlere aktarılmasını sağlayarak piyasanın işlerlik kazanmasına yardımcı olurlar. Böylece piyasalarda iki farklı taraf sözkonusu olacaktır. Biri yatırımlarını sözkonusu risklerden korumak isteyen yatırımcılar, diğeri de mevcut risklerin sebep olduğu fiyatların değişkenliğinden yararlanarak spekülâtif kazanç elde etmeyi düşünen spekülâtörlerdir.

Dünya ekonomisinde 1970'li yıllarda meydana gelen gelişmeler, uluslararası ticaret yapan firmaları, devletleri ve bankaları birtakım sorunlarla karşı karşıya getirdi. Bu sorunların başında, farklı kur politikalarından ve ülkelerin farklı ekonomik yapılarından meydana gelen döviz kuru riski gelir. Mal, menkul kıymet ve döviz piyasalarında gerçekleştirilen türev araçlar ve bunların oluşturduğu vadeli piyasalar, döviz kuru ve faiz oranı risklerinden korunmak isteyen taraflara yeni fırsatlar sunmuştur. Vadeli piyasalarda alım satımı yapılan finansal varlıkların oluşturduğu ortam, spekülâtörler ve yatırımcılar için kârlı bir piyasa haline gelmiştir. Gelecekteki işlem ve opsiyon sözleşmeleri de bu ortam içinde aracı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu aracı kuruluşlar, birbirlerinden habersiz olan ve birbirlerinin ihtiyaçlarını giderebilecek tarafları biraraya getirerek bu piyasaların gelişimine katkıda bulunmuşlardır.

Vadeli işlem piyasalarındaki işlemlerin gelişmesine katkıda bulunan bir diğer etken de telekomünikasyon teknolojisinin ilerlemesi olmuştur. Bu sayede ilgili taraflar birbirine bağlanmış ve yeni türev araçların gelişmesi sağlanmıştır.

Türev araçlar önceleri organize olmayan, disipline edilmemiş piyasalarda alınıp satılırlardı. Daha sonra bu işlemlerin artması, faaliyetlerde suistimallerin önüne geçilmesi düşüncesiyle merkezi piyasalar kurulmaya başlandı. Türev araçların merkezi piyasalarda işlerlik kazanması ve yasal düzenlemeler yapılması tarafların bu piyasalarda olan güvenini artırmış ve türev araçlara yatırım yapılmasını teşvik etmiştir.

Türev araçların Türkiye’de işlerlik kazanması ve yaygınlaşması için öncelikle gerekli yasal düzenlemelerin yapılması gerekmektedir. Bu düzenlemeler olabilecek suistimleri engelleyecek ve spekülörlere yatırım için cesaret verecektir. Akademik çalışma ve araştırmalara zemin hazırlanmalı, bundan sonra türev araçların yeterli ölçüde tanıtımı yapılmalıdır. Uygulamada görevlendirilecek kişilerin bilgilendirilmesi sağlanmalıdır.

Türev araçların yaygın olarak kullanıldığı ülkelerde ekonomide ve piyasada likiditenin arttığı, fiyatların piyasa koşullarına göre oluştuğu gözlenmiştir.

Türkiye’de türev araçların yaygınlaşması ile birlikte, piyasada likidite artışı hızlanacak, fiyatlar piyasa koşullarında arz ve talep dengesiyle oluşacaktır. Bu işlemlerin artışı fiyat dalgalanmalarını azaltarak fiyatların belirli oranda sabitlenmesini sağlayacak ve enflasyon olumlu yönde etkilenecektir.

EK: 1**GELECEKTEKİ İŞLEM VE OPSİYON BORSALARI*****A- GELECEKTEKİ İŞLEM (FUTURE) BORSALARI*****NEW YORK**

Commodity Exchange (1933)

Coffee, Sugar and Cocoa Exchange (1882)

New York Cotton Exchange (1870)

New York Futures Exchange (1979)

New York Mercantile Exchange (1872)

CHICAGO

Chicago Board of Trade (1848)

Chicago Mercantile Exchange (1874)

Chicago Rice and Cotton Exchange

Mid America Commodity Exchange (1868)

PHILADELPHIA

Philadelphia Board of Trade (1986)

MINNEAPOLIS

Minneapolis Grain Exchange (1881)

CANSAS CITY

Cansas City Board of Trade (1856)

LONDRA

Baltic Freight Futures Exchange (BIFFEX)

International Petroleum Exchange

London Futures and Options Exchange (FOX)

Londan Grain and Feed Trade Associations

PARIS

Paris Commodity Exchange

Paris Financial Futures Exchange (MATIF)

GERMANY

Frankfurt Exchange

Düsseldorf Exchange

Berlin Exchange

NETHERLAND

Amsterdam Exchange

AUSTRALIA

Sydney Futures Exchange (1960)

BELGINE

Marche a Terme

CANADA

Toronto Futures Exchange

Winnipeg Commodity Exchange

COREA

Corea Exchange

BREZİL

Sao Paulo Commodities Exchange

SWEDEN

Stockholm Exchange

SWITZERLAND

Swiss Options and Financial Futures Exchange

JAPAN

Tokyo Commodity Exchange for Industry

Tokyo Grain Exchange

Tokyo Stock Exchange

Tokyo Sugar Exchange

Hokkaido Grain Exchange

Kannon Commodity Exchange

Kobe Grain Exchange

Kobe Race Silk Exchange

Kobe Rubber Exchange
Meabashi Dried Cocoan Exchange
Nagoya Grain and Sugar Exchange
Nagoya Textile Exchange
Osaka Grain Exchange
Osaca Sugar Exchange
Osaka Textile Exchange
Toyahassi Rdied Cocoan Exchange
Osaka Stock Exchange

B- OPSİYON BORSALARI

NEW YORK

New York Stock Exchange
American Stock Exchange
Ney Work Coffee, Sugar and Cocoa Exchange
New York Cotton Exchange (1870)
Commodity Exchange
New York Futures Exchange
New York Mercantile Exchange

CHICAGO

Chicago Board of Trade

Chicago Board Options Exchange

Chicago Mercantile Exchange Index and Options Markets

Mid America Commodity Exchange

PHILADELPHIA

Philadelphia Stock Exchange

Philadelphia Board of Trade

MINNEAPOLIS

Minneapolis Grain Exchange

CALIFORNIA

Pacific Stock Exchange

CANSAS CITY

Cansas City Board of Trade

LONDON

International Petroleum Exchange

International Stock Exchange

London Futures and Options Exchange

London International Financial Futures Exchange

London Metal Exchange

PARİS

Paris Commodity Exchange

Paris Stock Exchange (MONEP)

AMSTERDAM

Europa Options Exchange

AUSTRALIA

Sydney Exchange (1976)

CANADA

Toronto Futures Exchange

Toronto Stock Exchange

The Montreal Exchange

Winnipeg Commodity Exchange

Vancouver Stock Exchange

Kaynak: Targan ÖNAL: Dünyada ve Türkiye’de Menkul Kıymet Borsaları,
İstanbul Ticaret Odası Yayını, No:1990-33.

KAYNAKÇA

- Abdurrahman FETTAHOĞLU:"Finansal Piyasalardaki Yenilikler ve 1980 sonrası Türkiye" Banka ve ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Türkiye İş Bankası Vakfı, Hukuk Fakültesi, Ankara 1991
- Ali CEYLAN:"Uygulamalı Portföy Yönetimi" Bursa 1993
- Ali CEYLAN:"Finansal Teknikler" Bursa 1993
- Ali CEYLAN:"İşletmelerde Finansal Yönetim" Bursa 1985
- Ali İhsan KARACAN:"Bankacılık ve Kriz" Finans Dünyası Yayınları, No:11 Tütünbank 1996
- Arman KIRIM:"Mali Risk ve Yönetimi" D.C. GARDER, Türkiye 1992
- Arman KIRIM:"Döviz ve Faiz Opsiyonları" Bankacılar Dergisi T.B.B. Yayını Sayı:5-6
- Arman KIRIM:"Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları" Bankacılar Dergisi Sayı:5 1991
- Arman KIRIM:Mali Futures (Gelecek) Piyasaları"1992 Bankacılar Dergisi
- Arman KIRIM:"Borsa Endeksi Future Piyasaları" Bankacılar Dergisi sayı:6 Ekim 1991
- Arman KIRIM:"Future Kontratlarının Fiyatlandırılması" Bankacılar Dergisi Sayı:7 1991
- Ayşe Eyüboğlu AKSEL:"Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları" Temmuz 1995 Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları

Bankacılar Dergisi :Sayı:3 1991 Türkiye Bankalar Birliği Yayınları

A.Coe ROGER and N.Roussakis EMMANUEL:"Credit Analysis of Foreign
Loons'ın Raussakis" (Ed), 1983

Desmond N.FITZGERALD:"Financial Futures" Euromoney Publications London
1983

Desmond N.FITZGERALD:"Management of Currency Risk" Euromoney
Publications London 1986

Donald J.FROST:"Options on Futures" 1989

Ekrem ALTAN:"Mali Araçlar Üzerine Organize Vadeli Piyasa İşlemleri" SPK
Araştırma Raporu, Ankara 1985

Erhan KOTAR:"Menkul Kıymet Borsalarında Borsa Emirleri ve Muhasebesi"
Ankara 1971

Frank J.FABOZZİ and Frank G.ZARB:"Handbook of Financial Markets" 1981

Futures + Options Trading in Commodity Markets, Paris 1986

Gonca KILINÇ:"Aktif-Pasif Yönetimi" Bankacılar Dergisi, TBB. yayınları Sa-
yı:6 Ekim 1991

Gültekin A.KARAŞİN:"Menkul Kıymet Opsiyonları ve Opsiyon Değerleme Mo-
delleri"Para ve Sermaye Piyasası Dergisi Ekim 1986

Güven SAK, Sevdil ÇOLAKOĞLU:"Futures Piyasalarına Konu Olabilecek Mal
Gruplarının ve ilgili Borsanın Belirlenmesi Üzerine Öneriler" SPK Araş-
tırma Raporu Ekim 1989

- Hasan Basri GÖKTAN:"Türk Bankacılığının Güncel Sorunları" Uzman Gözüyle
Bankacılık Dergisi Haziran 1994
- Hasan SELÇUK:"Finansal Hizmetler Sektöründe Yeni Araç ve Teknikler" İlk
Birleşik Yayıncılık Ltd. İstanbul 1993
- Heinz RIEHL, Rita M.RODRIQUEZ:Foreign Exchange And Money Market"
M.C. GrawHill Book.Co. LONDON 1988
- Hüseyin ÇİLLİ:"Enflasyon, Bankalar ve Risk" T.B.B. Yayınları Ankara, 1994
- İhsan ERSAN:"Gelecekteki Pazar" Para ve Sermaye Dergisi Yıl:8 Sayı:90 Ağus-
tos 1986
- İktisat Dergisi:"Future Market Kuralları Tartışılıyor" TOBB Yayını Eylül 1992
- İlhan GÖKALAN:"Yeni Bir Finansal Araç: Opsiyonlar" Yayınlanmamış Yüksek
Lisans Tezi İTÜ 1991
- İlker PARASIZ, Kemal YILDIRIM:"Uluslararası Finansman Teori ve Uygula-
ma" Ezgi Kitabevi Yayınları Bursa 1994
- İnci ZAMANTI:"Menkul Kıymetler Üzerine Yapılan Standart Opsiyonlu İşlem-
ler, ABD'de Geliştirilen Opsiyonlu Finansal Araç Türleri ve Risk Ka-
patmada opsiyonların rolü" SPK Araştırma Raporu, Ankara 1986
- İzlem SEZGİN-Coşkun TUNCAY:"Avrupa Topluluğunda Bankacılık Alanındaki
Gelişmeler Paralelinde Türk Bankacılığının Dışa Açılımı" İş Bankası
Yayınları, Ankara 1992
- James V.JORDAN and George Emir MORGAN : "Default Risk in Futures Mar-
ket The Customer-Broker Relationship" The Journal of Finance

Vol.XLV, No:3 July 1990

Jeff MADURA:"Financial Markets And Institutions" Florida Atlantic university,
1989

Jerome L. STEİN:"The Economics Of Futures Markets" New York 1987

Joseph F. SINKEY:"Commercial Bank Financial Management" Maxwell-
Mc.Million New York 1991

Kürşat AYDOĞAN: "Pay Senedi Opsiyonları" Para ve Sermaye Piyasası Dergisi
İstanbul Haziran 1986

Leo M. LOLL and Julian G.BUCKLEY:"The Over-The Counter Securities
Markets" B.4. New Jersey 1983

Levent VARLIK: "Opsiyonlar" Para ve Sermaye Piyasası Dergisi İstanbul Kasım
1987

Lois EDERINGTON:"The Hedging Performance Of The New Futures Markets"
The Journal Of Finance, Vol XXXIV, No:1 March 1979

Mesude ÇINGILLI:"Opsiyon Piyasaları ve Opsiyonların Fiyatlandırılması" An-
kara 1992

Mesude ÇINGILLI:"Opsiyon Piyasaları ve Türkiye'deki Gelişmeler" Ankara
1992

Muharrem KARSLI:"Sermaye Piyasası Borsa ve Menkul Kıymetler" İstanbul
1989

Murat OĞUZ:"Menkul Kıymet seçimi ve Yatırım Yönetimi" Mali ve Ekonomik
Yayınlar İstanbul 1990

- Nasuhi BURSAL:"Yeni Finansal Araçların Muhasebe Sorunları" Bankacılar Dergisi, İstanbul Temmuz 1992
- Paul BISHOP, Don DIXION:"Foreign Exchange Handbook" 1992
- Ramazan AKTAŞ, Ercan BEYAZITLI:"Ticari Mal Vadeli İşlem Piyasası" Ankara Ticaret Odası Yayını Kasım-Aralık Sayı:42
- Samuel L KRAMER, Lyn Miller SENNHÖIZ : "Options Hedging Book"
- Saniye GÜMÜŞELİ:"Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri ve Türkiye'de Uygulanması" T.B.B. Yayınları, Ankara 1992
- Saniye GÜMÜŞELİ:"Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri" TBB. Yayınları Ankara 1994
- Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu İMKB Yayınları 01 Ağustos 1992
- Sezgin TUNÇ:"Opsiyonlar" Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi Uludağ Üniversitesi 1994
- Stewart HODGES:"Options" Manchester 1990
- Sudi APAK:"Uluslararası Finansal Teknikler" İstanbul 1992
- Ünal BOZKURT:"Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi" İktisat Bankası Yayınları 1988
- Vadeli İşlem Borsaları İçin Temel Rehber İ.T.B. Yayını No:51
- William C.HUNTER, and David W.STOWE: "Path Dependent Options" Economic Review, March, April 1992 No:253 Vol:77