

T.C.
YALOVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**TÜRKİYE’DE TÜREV ÜRÜNLERİN MEVZUAT
AÇISINDAN İNCELENMESİ VE TÜRKİYE MUHASEBE
STANDARTLARI ÇERÇEVESİNDE
MUHASEBELEŞTİRİLMESİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Fatih AYGÜN

Enstitü Anabilim Dalı: Uluslararası Ticaret ve Finansman

Enstitü Bilim Dalı: Uluslararası Ticaret ve Finansman

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Ahmet GÖKGÖZ

NİSAN-2016

T.C.
YALOVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**TÜRKİYE’DE TÜREV ÜRÜNLERİN MEVZUAT
AÇISINDAN İNCELENMESİ VE TÜRKİYE
MUHASEBE STANDARTLARI ÇERÇEVESİNDE
MUHASEBELEŞTİRİLMESİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Fatih AYGÜN
(147221005)**

**Enstitü Anabilim Dalı: Uluslararası Ticaret ve Finansman
Enstitü Bilim Dalı: Uluslararası Ticaret ve Finansman**

Bu tez 11 /05/2016 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından oybirliği/oyçokluğu ile kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Cemal ELİTAŞ

Doç. Dr. Ahmet GÖKGÖZ

Doç. Dr. Ahmet Selçuk DİZKIRICI

Jüri Başkanı

- Kabul
 Red
 Düzeltme

Jüri Üyesi

- Kabul
 Red
 Düzeltme

Jüri Üyesi

- Kabul
 Red
 Düzeltme

BEYAN

Bu tezin yazılmasında bilimsel ahlâk kurallarına uyulduğunu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğunu, kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

Fatih AYGÜN

18.04.2016

ÖNSÖZ

Öncelikle araştırmamın her aşamasında yardımını, desteğini esirgemeyen, bu tezi hazırlamamda büyük emeği bulunan danışmanım Doç. Dr. Ahmet GÖKGÖZ'e teşekkürü bir borç bilirim. Yalova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsünün değerli çalışanlarına ve kıymetli aileme, gösterdikleri sabır ve verdikleri destek için teşekkür ederim.

Fatih AYGÜN

18.04.2016



İÇİNDEKİLER

BEYAN	III
ÖNSÖZ	IV
KISALTMALAR LİSTESİ	XII
ŞEKİLLER LİSTESİ	XIV
TABLolar LİSTESİ	XV
ÖZET	XVI
SUMMARY	XVII
GİRİŞ	1
BÖLÜM 1: FİNANSAL SİSTEM VE TÜREV PİYASALAR	3
1.1. Finansal Sistemin İşleyişi.....	3
1.2. Finansal Piyasaların Tanımı.....	4
1.2.1. Finansal Piyasaların Temel Fonksiyonları.....	5
1.2.2. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması.....	6
1.2.2.1. Sermaye ve Para Piyasaları.....	6
1.2.2.2. Birincil ve İkincil Piyasa.....	7
1.2.2.3. Üçüncül ve Dördüncül Piyasalar.....	8
1.2.2.4. Örgütlü ve Tezgâhüstü Piyasalar.....	8
1.2.2.5. Spot ve Türev Piyasalar.....	9
1.3. Finansal Kurumlar.....	10
1.4. Finansal Araçlar.....	12
1.4.1. Para Piyasası Araçları.....	12
1.4.2. Sermaye Piyasası Araçları.....	13
1.5. Türev Piyasalar.....	15
1.6. Türev Piyasaların Katılımcıları.....	16
1.6.1. Riskten Kaçınanlar (Hedger).....	16
1.6.2. Spekülatörler.....	16
1.6.3. Arbitrajcılar.....	16
1.7. Türev Piyasaların Kullanım Amaçları.....	17
1.7.1. Riskten Korunma.....	17
1.7.2. Spekülasyon.....	17
1.7.3. Arbitraj.....	18
1.8. Türev Piyasaların Kurulma Amaçları.....	18
1.8.1. Döviz Riski.....	19

1.8.2. Faiz Riski.....	19
1.8.3. Likidite Riski	19
1.8.4. Piyasa Riski	19
1.8.5. Düzenleme Riski	19
1.8.6. Kredi Riski.....	20
1.9. Türev Piyasaların Sağladığı Faydalar	20
1.9.1. Riskten Korunma.....	20
1.9.2. Etkin Fiyat Oluşumu.....	20
1.9.3. Yüksek Likidite	20
1.9.4. Sentetik Pozisyonlar	21
1.9.5. Portföy Çeşitlendirmesi	21
1.9.6. Kaldıraç Etkisi	21
1.10. Türev Ürünlerin Tarihçesi.....	21
1.11. Uluslararası Ticaret ve Türev Ürünler	23
BÖLÜM 2: TÜREV ÜRÜNLER.....	25
2.1. Türev Ürünlerin Tanımı	25
2.2. Forward Piyasalar.....	25
2.2.1. Forward Sözleşmelerin İşleyişi	26
2.2.2. Forward (Alivre) Sözleşmelerin Özellikleri.....	26
2.2.3. Forward Sözleşmelerinin Fiyatlaması	27
2.2.4. Forward Sözleşmelerinde Taraflar ve Amaçlar.....	28
2.2.5. Forward Sözleşmelerin Avantaj ve Dezavantajları	29
2.2.6. Forward Sözleşmelerinin Çeşitleri	30
2.2.6.1. Döviz Forward İşlemleri.....	30
2.2.6.2. Faiz Forward Sözleşmeleri (FRA).....	33
2.2.7. Forward Pozisyonunun Kapatılması.....	33
2.3. Futures (Gelecek) Piyasaları	34
2.3.1. Futures Piyasaların Tarihi Gelişimi.....	34
2.3.2. Futures Sözleşmelerin Türleri	35
2.3.2.1. Finansal Futures Sözleşmeleri	35
2.3.2.2. Emtia Futures Sözleşmeleri	37
2.3.3. Futures (Vadeli İşlem) Sözleşmelerin Özellikleri	38
2.3.4. Futures Sözleşmelerinin Yararları	39
2.3.5. Futures Sözleşmelerin Riskleri.....	39

2.3.6. Futures Sözleşmelerin Yapılma Amaçları	40
2.3.7. Futures ve Forward Sözleşmeleri Arasındaki Temel Farklar	41
2.3.8. Vadeli İşlem (Futures) Borsalarında Taraflar	41
2.3.9. Futures Piyasaların İşleyişi	43
2.3.10. Futures Piyasalarında Teminatlandırma	43
2.3.10.1. Başlangıç Teminatı	44
2.3.10.2. Sürdürme Teminatı	44
2.3.10.3. Teminat Tamamlama Çağrısı (Margin Call).....	44
2.3.10.4. Futures Piyasalarda Teminatlandırma Uzun Pozisyon ve Kısa Pozisyon	45
2.3.11. Futures piyasalarda Pozisyon Kapatma	48
2.3.12. Futures Piyasalarında Teminatların Kaldıraç Etkisi	49
2.4. Opsiyon Piyasaları.....	49
2.4.1. Opsiyon Piyasalarının Tarihi Gelişimi	49
2.4.2. Opsiyon Sözleşmeleri	50
2.4.3. Opsiyon Sözleşmesinde Taraflar	51
2.4.4. Opsiyon Piyasalarındaki Temel Kavramlar.....	51
2.4.5. Organize ve Tezgâhüstü Piyasa Opsiyon Farkı.....	52
2.4.6. Opsiyon Yapılma Nedenleri	52
2.4.7. Opsiyon Çeşitleri	53
2.4.7.1. Sağladıkları Haklar Açısından Opsiyon Türleri	53
2.4.7.2. Vadelerine Göre Opsiyonlar	55
2.4.7.3. Dayanak Varlık Grubuna Göre Opsiyonlar	56
2.4.8. Opsiyon Sözleşmelerinin Avantajları ve Riskleri	58
2.4.8.1. Opsiyonların Avantajları.....	58
2.4.8.2. Opsiyonların Riskleri	59
2.4.9. Türev Ürünlerin Karşılaştırılması.....	59
2.5. Swap Piyasaları	60
2.5.1. Swapın Tarihsel Gelişimi	60
2.5.2. Swap Sözleşmeleri.....	61
2.5.3. Swap İşleminin Tarafları	62
2.5.4. Swap İşleminin Sağladığı Yararlar ve Dezavantajlar.....	62
2.5.5. Swap İşleminin Taşıdığı Riskler.....	63
2.5.6. Swap Sözleşme Türleri.....	64

2.5.6.1. Faiz Swap Sözleşmeleri	64
2.5.6.1.1. Faiz Swap Sözleşmelerinin Kullanılma Nedenleri	67
2.5.6.2. Para (Döviz) Swap Sözleşmeleri	67
2.5.6.3. Para Swapı Türleri	68
2.5.6.3.1. Paralel ve Karşılıklı Krediler	68
2.5.6.3.2. Faizlerin Niteliğine Göre Para Swapı	70
2.5.6.3.3. Para Swap Sözleşmelerinin Kullanım Nedenleri	72
2.5.6.3.4. Faiz ve Para Swapı Dışındaki Diğer Swap Çeşitleri.....	73
2.5.6.4.1. Mal Swapı	73
2.5.6.4.2. Kredi Temerrüt Swapı (CDS).....	74
2.5.6.4.3. Kokteyl Swaplar.....	75
2.5.6.4.4. Değişken Anaparalı Swap.....	76
2.5.6.4.5. Başlangıcı Gecikebilen Swap	76
2.5.6.4.6. Vadeli (Forward) Swap.....	76
2.5.6.4.7. Swap Opsiyonları (Swaptions)	76
2.5.6.4.8. Swap Depoları.....	76
2.5.7. Swap Pozisyonunun Kapatılması	77
2.5.8. Swapın Diğer Türev Ürünlerden Farkları.....	77
2.6. Türev Finansal Krizler ve Finansal Kriz Sonrası Türev Ürünler İle İlgili Düzenlemeleri	78
2.7. Yeni Türev Ürün Düzenlemeleri.....	79
2.7.1. Merkezi Takas Sistemi	80
2.7.2. Raporlama Zorunlulukları	80
BÖLÜM 3: TÜREV PİYASALARIN GELİŞİMİ VE İŞLEYİŞİ.....	82
3.1. Dünyada Türev İşlemlerin Hacmi	82
3.3. Türev Piyasaların İşlem Hacimleri.....	84
3.4. Türkiye’de Türev Piyasalara Genel Bakış	89
3.5. Türkiye’de Türev Piyasaların Gelişimi	90
3.5.1. İstanbul Altın Borsası (İAB)	91
3.5.2. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.....	92
3.5.3. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB)	93
3.5.3.1. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) İşlem Hacimleri.....	95
3.5.3.2. VOB Açık Pozisyon Sayısı.....	100
3.5.4. Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP).....	100

3.5.4.1. VİOP İşlem Hacimleri	101
3.5.4.2.VİOP Opsiyon Sözleşmelerinin İşlem Hacimleri.....	105
3.5.4.3. VİOP İşlem Hacmi Yerli ve Yabancı Yatırımcı Dağılımı.....	107
3.5.4.4. VİOP Açık Pozisyon Sayısı	107
3.6. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) İşleyişi	108
3.6.1.Vadeli İşlem ve Opsiyon Pazarları	108
3.6.2. VİOP Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Dayanak Varlıkları.....	110
3.6.3. VİOP Sözleşmeler İle İlgili Gelişmeler.....	111
3.6.4. VİOP Sözleşme Unsurları ve Sözleşme Kodları	112
3.6.4.1. Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Unsurları	112
3.6.4.2. VİOP Sözleşme Kodları.....	114
3.6.5. BİST VİOP'ta Emir Türleri ve Büyüklükleri	115
3.6.6. Borsa İstanbul VİOP'da Uzlaşma ve İşlem Yöntemi.....	116
3.6.7. Günlük İş Akışı ve Seans Saatleri	117
3.6.8. VİOP'ta Teminatlandırma ve Risk Yönetimi.....	119
3.6.9. Piyasa Yapıcılığı.....	123
3.6.10. Merkezi Karşı Taraf Hizmeti.....	124
3.6.11. Merkezi Karşı Taraf Hizmetinin Avantajları.....	125
BÖLÜM 4: TÜREV PİYASALARIN MEVZUAT AÇISINDAN İNCELENMESİ	127
4.1. Türev Finansal Araçların Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) Açısından İncelenmesi	127
4.2. Türev Finansal Araçların Vergi Usul Kanunu (VUK) Açısından İncelenmesi ...	128
4.2.1. Vergi Usul Kanunu (VUK) Değerleme Ölçüleri.....	128
4.3. Türev Finansal Araçların Gelir Vergisi Kanunu Açısından İncelenmesi	130
4.3.1. Verginin Konusu	131
4.3.1.1. Ticari Kazançlar	131
4.3.1.2. Menkul Sermaye İratları	131
4.3.1.3. Değer Artışı Kazançları	132
4.3.2. Türev Finansal Araçların Gelir Vergisi Kapsamında Tevkifat (Stopaj) Uygulaması.....	132
4.3.3. Vadeli İşlem Opsiyon Borsası İşlemleri Gelirlerinin Gelir Vergisi Açısından Vergilendirilmesi	132
4.3.3.1. Tam Mükellef Kişilerin Türev Finansal Araçlar Gelirlerinin Vergilendirilmesi	133

4.3.3.2. Dar Mükellef Kişilerin Türev Finansal Araçlar Gelirlerinin Vergilendirilmesi	134
4.3.4. VİOP'ta İşlem Gören Opsiyon Sözleşmelerinin Bireysel Yatırımcılar İçin Vergilendirilmesi	134
4.3.5. Tezgâhüstü (OTC) Türev Finansal Araçların Gelir Vergisi Açısından Vergilendirilmesi	135
4.4. Türev Finansal Araçların Kurumlar Vergisi Açısından Vergilendirilmesi	136
4.4.1. Verginin Konusu	136
4.4.2. Kurumlar Vergisi Mükellefleri	136
4.4.3. Türev Finansal Araçların Kurumlar Vergisi Kapsamında Tevkifat (Stopaj) Uygulaması	136
4.4.4. Kurumlar Tarafından Elde Edilen Türev Finansal Araç Gelirlerinin Vergilendirilmesi	138
4.4.4.1. Tam Mükellef Kurumların Türev Finansal Araç Gelirlerinin Vergilendirilmesi	138
4.4.4.2. Dar Mükellef Kurumların Türev Finansal Araçlar Gelirlerinin Vergilendirilmesi	139
4.4.4.3. Tezgâhüstü (OTC) Türev Finansal Araçların Kurumlar Vergisi Açısından Vergilendirilmesi	140
4.5. Türev Finansal Araçların Katma Değer Vergisi (KDV) Açısından Vergilendirilmesi	140
4.5.1. Verginin Konusu	140
4.5.2. Verginin Mükellefleri	140
4.5.3. Türev Finansal Araçların Katma Değer Vergisi (KDV) Açısından Vergilendirilmesi	140
4.5.4. Türev Finansal Araçların Katma Değer Vergisi (KDV) İstisnası	141
4.6. Türev Finansal Araçların Banka ve Sigorta Muameleleri (BSMV) Açısından Vergilendirilmesi	142
4.6.1. Verginin Konusu	142
4.6.2. Verginin Mükellefleri	142
4.6.3. Türev Finansal Araçların BSMV Kapsamında Vergilendirilmesi	142
4.6.4. Tezgâhüstü (OTC) Türev İşlemler ve BSMV Açısından Vergilendirilmesi	143
4.7. Türev Finansal Araçların Damga Vergisi Açısından Vergilendirilmesi	144
4.7.1. Verginin Konusu	144
4.7.2. Verginin Mükellefi	145
4.7.3. Türev Finansal Araçların Damga Vergisi İstisnası	145

4.8. Türev Finansal Araçların Muhasebeleştirilmesi	146
4.8.1. Forward Sözleşmelerin Muhasebeleştirilmesi.....	148
4.8.2. Futures Sözleşmelerin Muhasebeleştirilmesi	151
4.8.3. Opsiyon Sözleşmelerinin Muhasebeleştirilmesi.....	155
4.8.4. Swap Sözleşmelerinin Muhasebeleştirilmesi	158
SONUÇ VE DEĞERLENDİRME	161
KAYNAKÇA	167
ÖZGEÇMİŞ.....	174



KISALTMALAR LİSTESİ

A.Ş.	: Anonim Şirket
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BİST	: Borsa İstanbul
BİAŞ	: Borsa İstanbul A.Ş
BSMV	: Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi
CBOE	: Chicago Opsiyon Borsası Kurul
CBOT	: Chicago Ticaret Borsası
CME	: Chicago Mercantile Exchange
DVK	: Damga Vergisi Kanunu
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
FRA	: Forward Rate Agreements
FTSE	: Financial Times Stock Exchange
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
İAB	: İstanbul Altın Borsası
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İTB	: İzmir Ticaret Borsası
IMM	: International Money Market
KBOT	: Kansas City Board of Trade
KDV	: Katma Değer Vergisi
KDVK	: Katma Değer Vergisi Kanunu
LIBOR	: London Interbank Offered Rate
MKT	: Merkezi Kayıt Kuruluşu

NASDAQ	: The National Association of Securities Dealers Automated Qutation
NYMEX	: New York Mercantile Exchange
OTC	: Over The Counter
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKr	: Sermaye piyasası Kurumu
SPL	: Sermaye Piyasası Lisanslama
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TFRS	: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	: Türk Lirası
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
USD	: Amerikan Doları
VİS	: Vadeli İşlem Sözleşmesi
VIOP	: Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası
VOB	: Vadeli işlemler ve Opsiyon Borsası
VOBAŞ	: Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Finansal Sistemin İşleyişi	4
Şekil 2: Faiz Swap'ı.....	65
Şekil 3: Parelel Krediler.....	69
Şekil 4: Anaparaların Swap Edilmesi	70
Şekil 5: Faizlerin Swap Edilmesi.....	70
Şekil 6: Para Swap'ında Anaparaların Vade Sonunda İade Edilmesi	71
Şekil 7: 1.Aşama: Anaparaların Swap Edilmesi.....	71
Şekil 8: 2.Aşama: Faiz Ödemelerinin Swap Edilmesi.....	72
Şekil 9: 3.Aşama: Anaparaların İade Edilmesi.....	72
Şekil 10: Mal Swap Örneği.....	74



TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Para ve Sermaye Piyasalarının Karşılaştırılması	6
Tablo 2: Birincil ve İkincil Piyasalarının Karşılaştırılması.....	7
Tablo 3: Organize ve Tezgâhüstü Piyasaların Karşılaştırılması	9
Tablo 4: Spot Piyasa ve Vadeli Piyasa Ayrımı	10
Tablo 5: Para Piyasası Araçları	12
Tablo 6: Sermaye Piyasası Araçları	14
Tablo 7: Piyasa Fiyatı ve Futures Teminatlandırma (Uzun Pozisyon)	46
Tablo 8: Piyasa Fiyatı ve Futures Teminatlandırma (Kısa Pozisyon).....	47
Tablo 9: Türev Ürünlerin Karşılaştırılması	59
Tablo 10: X ve Y Şirketlerine Uygulanacak Faiz Oranları	66
Tablo 11: Türev İşlemlerin Adetleri.....	82
Tablo 12: Dayanak Varlık Bazında Futures İşlem Adetleri (2014-2015)	83
Tablo 13: Dayanak Varlık Bazında Opsiyon İşlem Adetleri	84
Tablo 14: Türev İşlemlerin Hacimleri.....	84
Tablo 15: Dayanak Varlık Bazında Futures İşlem Hacimleri	85
Tablo 16: Dayanak Varlık Bazında Opsiyon İşlem Hacimleri.....	86
Tablo 17: Borsa Bazında Futures İşlem Hacimleri	87
Tablo 18: Futures İşlemlerin Bölgesel Bazda Hacimleri	88
Tablo 19: İAB Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası	91
Tablo 20: İMKB Vadeli İşlemler Piyasası	92
Tablo 21: VOB Kurucuları.....	94
Tablo 22: VOB Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacimleri (2005-2008).....	95
Tablo 23: VOB Dayanak Varlık Bazında İşlem Adedi (2005-2008).....	97
Tablo 24: VOB Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacimleri (2009-2012).....	97
Tablo 25: VOB Dayanak Varlık Bazında İşlem Adedi (2009-2012).....	99
Tablo 26: VOB Açık Pozisyon Sayısı (2005-2012).....	100
Tablo 27: VİOP İşlem Hacimleri (2013-2015)	102
Tablo 28: VİOP İşlem Miktarları (2013-2015)	103
Tablo 29: Opsiyon Piyasası İşlem Hacimleri (2012-2015)	106
Tablo 30: Opsiyon Piyasası İşlem Miktarları (2012-2015).....	106
Tablo 31: VİOP Açık Pozisyon Sayısı (2012-2015).....	108
Tablo 32: Opsiyon Sözleşmesi Kullanım Fiyatları	112
Tablo 33: Maksimum ve Minimum Emir Büyüklükleri.....	115
Tablo 34: Günlük İş Akışı ve Seans Saatleri.....	117
Tablo 35: Sözleşme Bazında Normal Seans Saatleri	118
Tablo 36: Başlangıç Teminatları	121
Tablo 37: Risk Seviyeleri	123
Tablo 38: Piyasa Yapıcılığı	124
Tablo 39: VİOP Tevkifat Oranları	133
Tablo 40: Geçici 67'nci Madde Uygulaması	136
Tablo 41: VİOP Tevkifat Oranları (Kurumlar Vergisi)	137

Yalova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tez Özeti

Tezin Başlığı: Türkiye’de Türev Ürünlerin Mevzuat Açısından İncelenmesi ve Türkiye Muhasebe Standartları Çerçevesinde Muhasebeleştirilmesi	
Tezin Yazarı: Fatih AYGÜN	Danışman: Doç. Dr. Ahmet GÖKGÖZ
Kabul Tarihi: 11.05.2016	Sayfa Sayısı: XVII (ön kısım) + 174 (tez)
Anabilim dalı: Uluslararası Ticaret ve Finansman	
Bilim Dalı: Uluslararası Ticaret ve Finansman	
<p>1970’li yıllardan sonra finansal sistemde meydana gelen değişimler sonucu Bretton Woods Uluslararası Ödemeler Sistemi’nin sona ermesiyle birlikte fiyat dalgalanmaları yaşanmaya başlamıştır. Finansal piyasalarda meydana gelen belirsizlik ve dalgalanmalar, yatırımcıları söz konusu kur ve faiz riskinden koruyabilmek için yeni finansal ürünlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Yatırımcıları kur veya faiz riskinden korumayı amaçlayan finansal araçlar, türev ürün veya türev araç olarak isimlendirilmektedir. Türev ürünler yatırımcıları risklerden koruma veya risklerini yönetme açısından günümüzde büyük öneme sahiptir. Forward sözleşmelerle başlayan türev ürünler organize piyasaların oluşturulması ile futures, opsiyon ve swap sözleşmeler gibi türlerinin de ortaya çıkmasıyla çeşitlilik kazanmıştır. Finansal piyasalarda gelecek ile ilgili belirsizlik olması türev ürünlere olan talebi artırmaktadır. Türev ürünlerin en büyük avantajı ve riski, bu ürünler spekülasyon amacı ile kullanıldığında, kaldıraç etkisi ile, yatırımcıların büyük kazanç ya da kayıplarla karşılaşmalarına neden olmaktadır.</p> <p>Gelişmekte olan ülkelerde oluşan risklere karşı türev ürün sözleşmeleri önem kazanmaktadır. Türkiye’yi incelediğimizde türev ürünlerin artarak gelişme gösterdiği görülmektedir. Bu çalışmanın amacı vadeli işlem piyasaları ve bu piyasalarda işlem gören türev araçları tanıtmak; Türkiye’de kullanımı, Türkiye’deki gelişimi, işleyiş esasları, vergilendirilmesi ve muhasebeleştirilmesi ile ilgili örneklerle uygulamalarını göstermektir.</p>	
Anahtar Kelimeler: Türev Finansal Araçlar, Türev Piyasalar, Türkiye’de Türev Piyasaların Gelişimi, Türev Finansal Araçların Vergilendirilmesi, Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi	

Yalova University Insitute of Social Sciences Master Thesis Summary

Thesis Title: Investigation of the legislation in terms of derivative products in Turkey and Accounting Standards Accounting Framework	
Thesis Author: Fatih AYGÜN	Advisor: Assoc. Prof. Dr. Ahmet GÖKGÖZ
Date of Acceptance: 11.05.2016	Total Number of Pages: XVII (front page) + 174 (thesis)
Department: International Trade and Finance	
Field of Study: International Trade and Finance	
<p>After 1970's, price fluctuations are experienced in the market. The main reason was; Bretton Woods system of monetary management came to the end due to the changes in financial system. New financial tools are developed in order to minimize currency risk and interest rate of the investors in the uncertain and fluctuating market coditions. The new tools are named as derivative products or derivative tools. Derivative products are very important to minimize the risks of investors. The derivative products, starting with forward contracts has been developed with with the organized markets and the product variety is increased by development of future, option and swap contracts. The demand of financial product is increasing with the uncertainty for the future in the market. The demand of financial products is increasing with the uncertainty for the future in the market. The utmost advantage and the biggest risk at the derivative product. If the derivative product is used for speculations, effect of the financial leverage can cause very serious amount of profit or financial losses.</p> <p>Derivative product are becoming more and more important especiallyin the developing countries, which have higher risks in the financial market. If we focus to Turkey, same developing picture of derivative product is also valid. The aim of this study is introduce the derivate tools in the futures market; to show the use cases in Turkish market. With the focus of development, taxation and accounties.</p>	
Keywords: Derivative Financial Instruments, Derivatives Markets, The development of derivatives markets in Turkey, Taxation For Derivative Instruments, Accounting For Derivative Instruments	

GİRİŞ

1972 yılında Bretton Woods sisteminin çöküşüyle finansal sistemde meydana gelen değişikliklerle beraber sabit kur sisteminin yerine dalgalı kur sistemine geçilmesiyle piyasaların katılımcıları kur riski ile karşı karşıya kalmışlardır. Bunun yanında sermaye piyasalarında meydana gelen faiz oranlarındaki dalgalanmalara karşı türev ürünlerin önemi giderek artmıştır. Dünya genelinde meydana gelen değişimler ve meydana gelen krizler sonucu finansal risklerin artması yeni finansal ürünlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Finansal piyasalarda gelecek belirsizdir. Piyasa katılımcılarının gelecekte oluşabilecek risklere karşı mal fiyatlarını, döviz kurları ve faiz oranları gibi etkenleri oluşabilecek risklere karşı riskten korunmak amacıyla bugünden tahmin etmek istemesi sonucu olarak türev ürünler geliştirilmiştir. Türev piyasaların enstrümanları; forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmeleri olup bu ürünlerin işlem gördüğü piyasalar artan finansal risklere karşı son yıllarda yaygın olarak kullanılır hale gelmiştir. Türev ürünlerin gelişim aşamalarını incelediğimizde meydana gelen krizler ve finansal sistemdeki değişimler sonucu pozitif yönlü ihtiyaç ve önem kazanmıştır.

Türkiye’de türev piyasaların gelişimini incelediğimizde kapalı bir ekonomiye sahip olan Türkiye 1980 yılından sonra ekonomide meydana gelen yasal düzenlemelerle türev ürünlerin kullanılmaya başlandığı görülmektedir. 2001 yılında meydana gelen ekonomik krizden sonra piyasada dalgalı kur sistemine geçilmesiyle oluşan risklere karşı türev ürünlere duyulan ihtiyaç artmıştır. Türkiye’de türev piyasalara duyulan ihtiyaç ile birlikte 4 Şubat 2005 tarihinde açılan ülkemizin ilk ve özel borsası olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. İzmir’de faaliyetlerine başlamıştır. VOB’un faaliyetlerine başlaması ile birlikte Türkiye finans piyasaları ve yatırımcılar için yeni bir dönem başlamıştır. VOB faaliyete geçmesinden itibaren yatırımcılar tarafından büyük ilgi görmüştür. 2013 yılında BİST platformunda VİOP olarak faaliyetlerine devam etmektedir. VİOP işleyiş esasları incelenerek anlatılmıştır.

Türev ürünlerin Türkiye’de yeni olması nedeniyle vergilendirilmesi açısından bazı sorunlar yaşanmıştır. 31.12.2015 tarihine kadar yürürlükte olacak olan Gelir Vergisi Kanunu kapsamında Geçici 67’nci maddenin çıkarılması ile türev ürünler diğer sermaye piyasası aracı olarak tanımlanarak ve tevkifat oranları belirlenerek türev ürünlerin vergilendirilme ile ilgili belirsizliği giderilmiştir.

Türev ürünler bir finansal araç olması nedeniyle, türev ürünler ile ilgili düzenlemeler aşağıdaki standartlarda yer almaktadır; TMS 32 Finansal Araçlar Sunum, TMS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme, TFRS 7 Finansal Araçlar: Açıklamalar, TFRS 9 Finansal Araçlar bölümlerinde tanımlanmıştır.

Bu çalışmanın amacı doğrultusunda çalışma dört bölümde tasarlanmıştır. Bu bölümlerde yer alan konular aşağıdaki gibi özetlenmiştir.

Birinci bölümde; türev ürünlerin ve türev piyasaların, katılımcıları, kullanım amaçları tanıtılarak, sağladığı faydalar anlatılmış,

İkinci bölümde; türev ürünlerin yapısı, özellikleri, kullanım amaçları, riskten korunma yöntemi olarak ve türleri itibariyle forward, futures, opsiyon ve swap işlemleri anlatılmış,

Üçüncü bölümde; türev piyasaların Dünya genelinde ve Türkiye özelinde gelişimi hakkında bilgi verilerek, Türkiye’de türev ürünlerin gelişimi ve kullanımına yer verilmiş, ardından türev piyasaların Borsa İstanbul altında faaliyeti ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) işleyişi incelenmiş,

Dördüncü bölümde; türev ürünlerin SPK, VUK, vergisel boyutu ile muhasebeleştirilmesi incelenmiştir. Türev ürünlerin vergilendirilmesi kapsamında elde edilen gelirden gelir vergisi ve kurumlar vergisi kapsamında değerlendirilmiştir. Harcamalar üzerinden alınan vergiler kapsamında katma değer vergisi, banka ve sigorta muameleleri vergisi ve damga vergisi açısından değerlendirilmiştir. Türev ürünlerin muhasebeleştirilmesi açısından yeni muhasebe standartlarına uygun olarak örneklerle muhasebeleştirme işlemleri yapılmıştır.

Bu çalışmanın amacı global finansal sistemi için daha yeni bir araç olan türev piyasası ürünleri benzerlik ve farklılıkları, avantaj ve dezavantajları dikkate alarak, anlaşılır hale getirmek, Türkiye’deki türev piyasası ürünlerinin rakamlarla gelişimi incelenmiştir. Türkiye’deki türev finansal araçların; işleyişi, SPK, VUK ve Vergilendirme, TMS uygulamalarını inceleyerek karşılaştırmak amaçlanmıştır.

BÖLÜM 1: FİNANSAL SİSTEM VE TÜREV PİYASALAR

Bu bölümde, finansal piyasalar ve finansal sistem üzerinde durulacaktır. Çalışmanın temel araştırma alanını oluşturan türev piyasalar ele alınacak ve uluslararası ticaret ile ilişkisi açıklanacaktır.

1.1. Finansal Sistemin İşleyişi

Finansal sistem, bir ekonomide fonların tasarruf sahiplerinden ödünç almak isteyen ya da gruplara transferini mümkün kılar. Başka bir deyişle, finansal sistemde fonların bir elden diğerine aktarılmasıdır. Sistemin bir tarafında tasarruf sahipleri ya da ödünç verenler, diğer tarafında ise borçlular ya da fon kullananlar yer alır (Erdem, 2012: 46).

Finansal sistemin unsurları şunlardır (Karapınar vd. , 2011: 41):

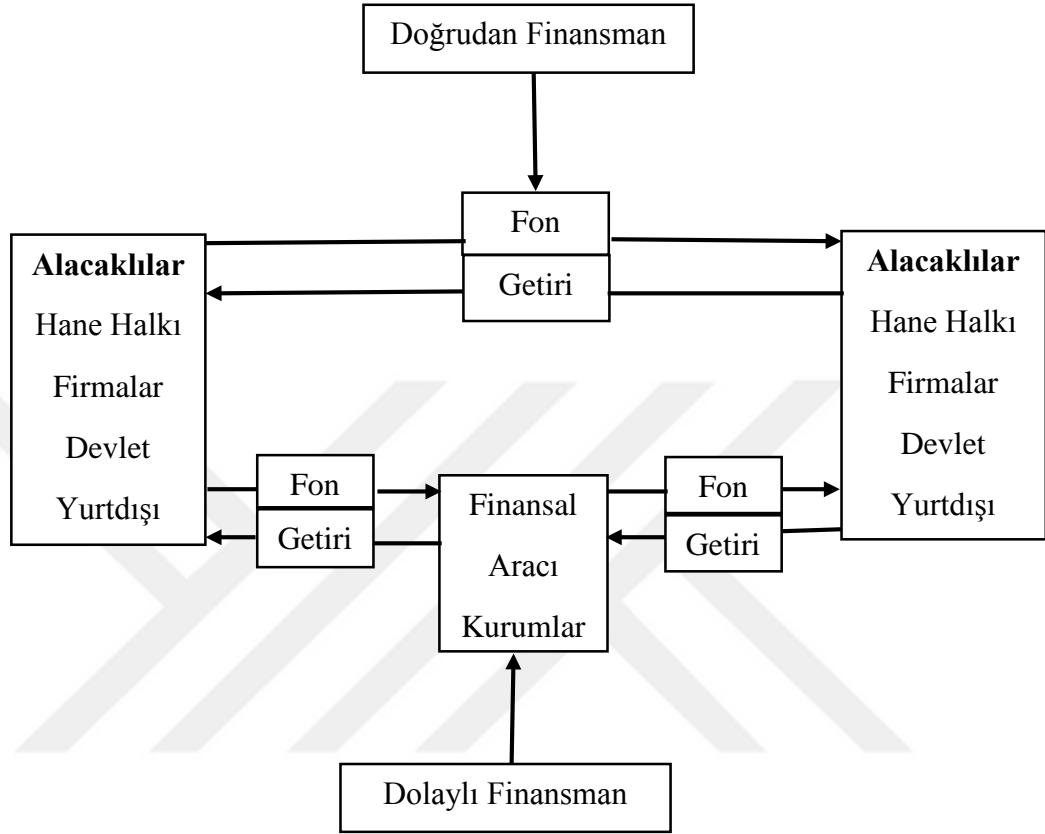
1. Finansal otorite, (Maliye Bakanlığı, TCMB, Hazine Müsteşarlığı vb)
2. Denetleyici ve düzenleyici kurumlar (BDDK, SPK vb)
3. Fon arz edenler, (Bireysel ve Kurumsal Tasarruf Sahipleri)
4. Fon talep edenler, (Bireysel ve Kurumsal Tüketiciler ve Yatırımcılar)
5. Finansal araçlar, (Mevduat, kredi, hisse senedi, tahvil vb)
6. Finansal aracılar (Bankalar, aracı kurumlar vb)

Şekil 1’de de görüldüğü gibi, sol tarafta yer alan tasarruf sahipleri (fon arz edenler) ister doğrudan finansal piyasayı kullanarak ister finansal aracı kurumları kullanarak fonlarını borçlanmak isteyen yurt içinden ve yurt dışından birey, firma ya da hükümetlere sunmakta; karşılığında ise getiri elde etmektedirler. Sağ tarafta yer alan borçlular (fon talep edenler) ise, ihtiyaç duydukları fonları finansal piyasayı kullanmak suretiyle elinde arta kalan fazla fonu bulunan yurt içi ve yurt dışından birey, firma ve hükümetlerden temin ederler (Erdem, 2012: 48).

Finansal piyasalarda fon arz edenler ile fon talep edenler arasında doğrudan bir ilişki varsa, diğer bir ifade ile fon arz edenler ile fon talep edenler arasında doğrudan fon transferi yapılarak bir tarafın diğer taraf karşısında alacaklı ya da hissedar olması durumunda doğrudan finansman ilişkisi söz konusudur. Eğer fon arz edenler ile fon talep edenler arasında doğrudan bir ilişki yoksa, diğer bir ifade ile fon arz edenler ile fon talep edenler arasında doğrudan fon transferi söz konusu olamadan araya bir finansal kurum girerek,

riski üstlenerek, bu işten bir getiri elde etmeyi düşünüyorsa dolaylı finansman ilişkisi söz konusudur (Karan, 2011: 7-9).

Şekil 1: Finansal Sistemin İşleyişi



Kaynak: (Erdem, 2012: 49)

1.2. Finansal Piyasaların Tanımı

Piyasa, döviz, faiz, finansal araçlar ve sermaye piyasası araçları gibi mali araçlar ile çeşitli mal ve hizmetlerin alımının ve satımının yapıldığı fiziki veya sanal mekânlardır. Piyasaların temel fonksiyonu, alıcıların ve satıcıların almak ya da satmak istedikleri ürünü, o an geçerli olan en iyi fiyattan alıp satmalarına olanak sağlamasıdır (VOB, 2008: 11). Piyasa bir ülkenin sınırları içinde ise ve o ülkede yapılan işlemleri kapsıyorsa buna iç piyasa, işlemler ülke sınırlarını aşıyorsa buna da uluslararası piyasa denilmektedir.

Finansal piyasalar, ekonomik sistemin ayrılmaz parçalarından biridir. Fon kullananlar ile fon arz edenlerin fiziki veya elektronik platformlarda karşılaştığı işleme dönüştüğü yapıya finansal piyasa denir.

Finansal piyasalar iktisadi hayatta üç önemli rol üstlenmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2008: 29).

- Likidite sağlama
- Enformasyon sağlama
- Risk paylaşma

1.2.1. Finansal Piyasaların Temel Fonksiyonları

Birçok değişik yapısı olan finansal piyasalarda, işlemler oldukça farklı yöntemler ile yapılmaktadır. Ancak, ister Londra Menkul Kıymetler Borsası gibi ileri derecede organize olmuş piyasalar olsun, isterse birçok Afrika başkentinin cadde köşelerinde para değiş tokuşu yapan tüccarların oluşturduğu örgütlü olmayan piyasalar olsun, bütün finansal piyasalar aynı temel fonksiyonlara sahiptirler (Levinson, 2007: 2-3).

- **Fiyat Oluşumu:** Bir ons altının veya bir hisse senedinin değeri, ona sahip olacak kişinin vermeyi arzu ettiği tutardan ne fazla ne de azdır. Piyasalar, bireylerin bunları satın alma ve satma isteklerine dayalı olarak, çeşitli ürünlerin gerçek değerlerini belirlemekte yani fiyat oluşumunu sağlamaktadırlar.
- **Varlık Değerleme:** Piyasa fiyatları, firmanın, varlıklarının veya mallarının değerini belirlemek için başvurulabilecek en iyi göstergedir. Fiyatlar sadece alım satım yapan işletmeler için değil, regülatörler için de önemlidir.
- **Arbitraj:** Az gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkelerde, ticari mallar ve paralar değişik yerlerde çok farklı fiyatlardan ticarete konu olabilmektedirler. Arbitraj işlemleri ile piyasanın verimliliği artacaktır.
- **Sermaye Temini:** Firmalar, yeni tesisler kurmak, makinelerini yenilemek veya diğer yollarla işletmelerini genişletmek için sıklıkla fon ihtiyacı duymaktadırlar.
- **Ticari İşlemler:** Uzun vadeli sermayenin yanı sıra finansal piyasalar, birçok ticari işlemin yapılmasına imkân veren bir ortam sunmaktadırlar.
- **Yatırım Yapmak:** Hisse senedi, tahvil ve para piyasaları, acilen ihtiyaç hissedilmeyen fonlardan getiri kazanılması fırsatını sunmakta ve gelecekte getiri sağlayacak varlıkları bir araya getirmektedirler.
- **Risk Yönetimi:** Türev sözleşmeler (forward, futures, opsiyon ve swap) ihracat karşılığı olan ödemenin yapılmasından önce yabancı paranın ulusal para karşısında değer kaybı gibi bir çok risk türüne karşı koruma sağlayabilmektedirler.

Bu sözleşmeler ayrıca riskin fiyatlanmasını mümkün kılmakta ve firmaların ve bireylerin risklerini transfer etmelerini sağlamaktadırlar.

1.2.2. Finansal Piyasaların Sınıflandırılması

Finansal piyasalar, genel olarak beş şekilde sınıflandırılmaktadır:

- Sermaye ve Para Piyasaları
- Organize ve Tezgahüstü Piyasalar
- Birincil ve İkincil Piyasalar
- Üçüncül ve Dördüncül Piyasalar
- Spot ve Türev Piyasalar

1.2.2.1. Sermaye ve Para Piyasaları

Finansal piyasalar, fon arz ve talep süresine göre iki kısma ayrılır. Para piyasaları, kısa dönemli vadeleri bir yıldan daha kısa fonların tasarruf sahipleri ile borç verenlerin karşılaştığı piyasalardır. Sermaye piyasalarında tasarrufların yatırımlara yönlendirilmesi para piyasalarına göre yavaştır.

Sermaye piyasası, orta ve uzun dönemli fonların tasarruf sahipleri ile borç verenlerin karşılaştığı piyasalardır. Genellikle bir yıldan az süreli işlemler kısa vadeli sayılmaktadır. BİST sermaye piyasası iken, bankaların yaptığı işlemler ve oluşturduğu pazar para piyasasıdır.

Para piyasası ile sermaye piyasası arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Para piyasasında yaşanan gelişmeler sermaye piyasasını, sermaye piyasasında yaşanan gelişmeler para piyasasını yakından etkilemektedir. Piyasaların birinde kredi talebinin karşılanamaması diğer piyasayı da etkilemektedir (Öztürk, 2011: 25). Para piyasası ve sermaye piyasalarının temel farklılıkları Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 1: Para ve Sermaye Piyasalarının Karşılaştırılması

Para Piyasası	Sermaye Piyasası
Kısa vadeli fonların arz ve talebi buluşur.	Orta ve uzun vadeli fonların arz ve talebi buluşur.
Temel finansal araçlar mevduat ve kredidir.	Temel finansal araçlar hisse senedi ve tahvildir.

Temel aracısı ticari bankalardır.	Temel aracısı, aracı kurumlardır.
TCMB ve BDDK politikaları belirlemektedir.	Politikaları SPKı belirlemektedir.
Dolaylı piyasalardır.	Doğrudan piyasalardır.
Spekülatif kazanç beklentisi düşüktür.	Spekülatif kazanç beklentisi yüksektir.

Kaynak: (Karapınar vd. , 2011: 44)

1.2.2.2. Birincil ve İkincil Piyasa

Birincil piyasa, firmaların ve kamunun fon tedarik etmek amacıyla menkul değerleri ilk defa ihraç ettikleri ve fon arz edenlerle karşılaştıkları piyasalardır. Şirketlerin yaptığı hisse senetlerinin ilk halka arzları bu gruba girmektedir (Civan, 2010: 18). Piyasada ihtiyaç duyulan fonların kısa vadeli yatırımlardan uzun vadeli yatırımlara dönüştüğü piyasalardır.

İkincil piyasalar, birincil sermaye piyasalarına daha önce sunulmuş ve halen dolaşımda bulunan menkul değerlerin işlem gördüğü piyasalardır. Borsa, ikincil piyasadır. Borsada bir şirketin hisse senetlerinin alınıp satılması herhangi bir fon girişi sağlamaz. Yatırımcı, aldığı menkul kıymetleri ikincil piyasada kolayca satabileceğini bildiğinde, birincil piyasada şirketlere kaynak aktarmaya daha rahat karar verir (Karapınar vd. , 2011: 45). İkincil piyasalar, menkul kıymetlerin likiditesini artırarak birincil piyasalar için talep yaratmakta ve birincil piyasaların gelişmesini sağlamaktadır (Yılmaz, 2002: 6). Birincil ve ikincil piyasaların farklılıkları Tablo 1’de gösterilmiştir.

Tablo 2: Birincil ve İkincil Piyasalarının Karşılaştırılması

Birincil Piyasalar	İkincil Piyasalar
İlk arz / ihraç yapılır.	Önceden ihraç edilen menkul değerler alınır/satılır.
Kurumsal yatırımcılar kullanır.	Bireysel ve kurumsal yatırımcılar işlem yapar.
İhraç fiyatı firma tarafından belirlenir.	Fiyat, piyasa katılımcıları tarafından belirlenir.

Genellikle yatırım bankaları aracı olur.	Bankalar, aracı kurumlar aracılık işlemi yapar.
--	---

Kaynak: (Yılmaz, 2002: 6)

1.2.2.3. Üçüncül ve Dördüncül Piyasalar

Üçüncül piyasalar, borsaya kayıtlı menkul kıymetlerin, borsa dışında alınıp satılması ile oluşmaktadırlar. Bu piyasaların yapısı, tezgâhüstü piyasaların yapısına benzemektedir. Piyasadaki aracılar, her yerde pazar oluşturmaya çalışmaktadırlar ve borsadaki menkul kıymetlerden oluşan büyük menkul kıymet stoklarına sahiptirler. Bu piyasadaki aracılar, organize borsalardaki acentelerin rakibi durumundadırlar bu nedenle de acentelerin komisyonlarının azalmasına neden olabilmektedirler (Ceylan ve Korkmaz, 2010: 422).

Dördüncül piyasalar, menkul kıymet alışverişinin finansal yatırımcılar arasında gerçekleştiği en yeni piyasalardır. Bu piyasalarda, özellikle zengin kişi ve kurumlar faaliyette bulunmaktadır. Söz konusu kişilerin amaçları, herhangi bir aracı kuruma komisyon ödemeksizin menkul kıymet alım-satımını gerçekleştirmektir. Bu piyasalarda alıcı ve satıcıyı buluşturan kişiler bulunmaktadır (Tunalı, 2009: 13).

1.2.2.4. Örgütlü ve Tezgâhüstü Piyasalar

Örgütlü piyasa belirli bir mekâna sahip olan, belirli çalışma kuralları ve üyeleri olan ve yalnızca kendine üye olmuş finansal varlıkların alım ve satımının yapıldığı piyasalardır. Çok sayıda satıcı ve alıcı bulunmaktadır. Dolayısıyla, bu piyasalarda fiyatlar büyük ölçüde tam rekabetçi koşullar altında oluşur. Alıcı ve satıcıların yaptığı işlemlerin kayıtları piyasanın takas odasında tutulmaktadır. Sermaye piyasasının geliştiği ülkelerde menkul kıymet borsaları ekonomide önemli yer tutar (Erdem, 2012: 55). BİST, NYSE ve Tokyo Borsası örgütlü borsalardır.

Tezgâhüstü piyasalar, birçok finansal kurum telefon, fax ve bilgisayarla birbirlerine bağlanarak bir fiyat oluşturmaktadırlar. Bu piyasada belirlenmiş fiyat ve fiziki mekân yoktur. Londra para piyasası ile kapalı çarşı piyasası birer tezgâhüstü piyasadır. ABD'deki NASDAQ (The National Association of Securities Dealers Automated Quotation) piyasası ise, elektronik ortamda faaliyet gösteren bir tezgâhüstü piyasadır. Organize ve tezgâhüstü piyasaların karşılaştırılması Tablo 1'de sunulmuştur.

Tablo 3: Organize ve Tezgâhüstü Piyasaların Karşılaştırılması

Örgütlü Piyasalar	Tezgâhüstü Piyasalar
Hukuki-operasyonel altyapısı vardır.	Hukuki-operasyonel altyapısı yoktur.
İşlemler belli bir mekânda yapılır.	İşlemler farklı mekânlarda yapılır.
Birçok piyasa katılımcısı vardır.	Genellikle 2 veya 3 taraf arasında yapılır.
Çoklu fiyat sistemi kullanılır.	Tekli fiyat sistemi kullanılır.
İşlemsel maliyetler vardır.	İşlemsel maliyetler yoktur.
Takas Merkezi var.	Takas Merkezi yok.

Kaynak: (Yılmaz, 2002: 10)

1.2.2.5. Spot ve Türev Piyasalar

Son olarak piyasa ayırımlarında spot piyasa ve vadeli piyasa sınıflandırmasına bakacak olursak ödemenin ve teslimatın anında yapıldığı organize olmayan pazarlar spot piyasa olarak adlandırılırken, önceden üzerinde anlaşılan bir fiyattan ve belirli bir vadede teslimat ve ödemenin yapıldığı piyasalar vadeli piyasalar olarak bilinmektedir. Vadeli piyasanın bir diğer adı türev piyasalardır. Vadeli piyasaların temel yapısı, piyasa katılımcılarının risk yönetimi ihtiyacından doğmuştur. BİST ve Londra Borsası spot piyasadır. Buna karşılık Chicago Board Of Options, Chicago Merchantile Exchange ve Eurex vadeli piyasalara örnek olarak gösterilebilir. Türkiye’de İzmir’de faaliyet göstermeye başlayan VOB ise ülkemizin ilk organize ve özel vadeli piyasasıdır. Daha sonra BİST altında VİOP adıyla faaliyetlerine devam etmiştir.

Spot piyasalar ile vadeli işlem piyasaları arasındaki farklılıklar şunlardır (VOB, 2008: 13);

- Spot piyasalarda işlem gören mal ve hizmetler için nakit akışları ve fiziki teslimatın anında veya birkaç gün içerisinde peşin olarak yapıldığı piyasalardır. Vadeli işlem piyasalarında ise işleme konu olan para, mal veya menkul kıymet ürünlerinin ileride kararlaştırılan belirli bir tarihte teslim edildiği piyasalardır.

- Spot piyasalarda işlemler, alıcı ve satıcı arasında karşılıklı güvene dayanarak gerçekleştirilirken, vadeli piyasalarda yatırımcılar takas kurumuna teminat yatırarak takas kurumu güvencesi altında alım satım işlemleri yapılmaktadır.
- Vadeli piyasalardaki yatırımcılar, vadeli piyasaların kaldıraç etkisi ile spot piyasalara oranla işlemlerde daha düşük miktarda sermaye ile işlem yapabilmeye imkânına sahiptirler. Vadeli piyasada işlem yapan yatırımcı spot piyasada kullanacağı parayı alternatif finansman olarak diğer piyasalarda kullanabilir. Spot piyasa ile vadeli piyasa ayrımı Tablo 4’de gösterilmiştir.

Tablo 4: Spot Piyasa ve Vadeli Piyasa Ayrımı

Spot Piyasalar	Vadeli Piyasalar
Anında Teslimat	Vadede Teslimat
Kaldıraç Etkisi Yoktur	Kaldıraç Etkisi Vardır
İşlem Tutarının Tamamı Ödenir	“Marjin“ Adı Verilen ve Düşük Olan Teminat Tutarı ile İşlem Yapılmaktadır.
Alıcı ve Satıcı Arasında Gerçekleşir	Takas Kurumu Güvencesinde Gerçekleşir.

1.3. Finansal Kurumlar

Finansal kurumlar, birçok kişi için çekici olmayan finansal varlıkların şeklini veya içeriğini değiştirmek ve kendi sorumlulukları altına almak şartı ile sundukları hizmetleri, daha geniş kullanıcı kitlesinin tercih etmesini sağlamaktadırlar. Finansal aracı kurumlar aşağıdaki gibi listelenebilir (Erdem, 2012: 59):

- Merkez Bankası (Parasal yetki kurumu)
- Mevduat Bankaları (Kamu Bankaları-Özel Ticari Bankalar)
- Mevduat Kabul Etmeyen Bankalar (Kalkınma ve Yatırım Bankaları)
- Diğer Finansal Kurumlar (Kredi Kooperatifleri, Sigorta Şirketleri, Yatırım Fonu, Yatırım Ortaklığı, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı)
- Yarı-finansal kurumlar (SGK)

Finansal aracı kurumların ekonomiye sağladıkları en önemli katkı, fon akışını düzenli ve ucuz olarak, tasarruf sahiplerinden son kullanıcılara veya girişimcilere aktarımını sağlamaktır. Finansal aracı kurumların ekonomik fonksiyonları şunlardır (Başoğlu, vd. , 2009: 29-31).

1. Vade Farklarının Uyumlaştırılması
2. Çeşitlendirme ile Riskin Azaltılması
3. Maliyetlerin Düşürülmesi
4. Ödeme Mekanizması İşlevi Görmesi

1.Vade Farklarının Uyumlaştırılması

Fon fazlası olan ile fon ihtiyacı olan kişilerin vade açısından tam olarak uyum içinde olması nerdeyse imkânsız bir durumdur. Bundan dolayı ticari bankaların fonksiyonlarından biri ortaya çıkmaktadır. Fon sunanlar likiditesi yüksek, kısa sürede paraya çevirilebilir finansal araçları tercih ederlerken, fon kullananalar likidite derecesi yani orta ve uzun süreli fon gereksemini içindedirler. Finansal kurumlar bu noktada taraflar arasında köprü görevi yaparak, gerekli vade ayarlamasını yapmaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 2001: 115).

2.Çeşitlendirme ile Riskin Azaltılması

Sınırlı miktarda tasarrufu olan bir yatırımcı, parasını hisse senedi piyasasında değerlendirmek istediğinde söz konusu bu yatırımcı sınırlı olan tasarrufu ile ancak bir veya iki değişik hisse senedine yatırım yapabilmektedir. Bundan dolayı yatırımcının üstleneceği risk de oldukça yüksek olmaktadır. Ancak, yatırımcı, aracı finansal kurumların oluşturdukları yatırım fonlarına veya endeks fonlarına yatırım yaparak, büyük sayılabilecek bir yatırıma ortak olmaktadır. Bu sayede de yatırımcı, çeşitlendirme yaparak riskini azaltabilmektedir. Finansal kurumların bu fonksiyonu, yatırımlarda riskin düşürülmesi olarak tanımlanmaktadır (Başoğlu, vd. , 2009: 30).

3.Maliyetlerin Düşürülmesi

Finansal kurumlar fon sunan ve fon kullananlara pazar analizi, portföy yönetimi ve finansman kaynakları ile ilgili uzmanlık hizmetleri sunarak fon yönetimini daha akılcı

biçimde gerçekleştirmelerini sağlamaktadırlar. Böylece finansal aracılar fon sağlayanların ve ödünç verenlerin yönetim ve araştırma maliyetlerini minimize etmektedirler (Canbaş ve Doğukanlı, 2001: 115).

4.Ödeme Mekanizması İşlevi Görmesi

Günümüzde, mal ve hizmet alışverişleri, genellikle nakit para ile yapılmamaktadır. Ödemelerde nakit para yerine kredi kartı, kredili mevduat hesabı, çek ve elektronik fon transferi gibi araçlar kullanılmakta ve söz konusu bu araçlar, finansal aracı kurumlar tarafından hazırlanmakta ve müşterilerin kullanımına sunulmaktadır (Başoğlu, vd. , 2009: 31).

1.4. Finansal Araçlar

Finansal piyasalarda kullanılan finansal varlıklar para piyasası araçları ve sermaye piyasası araçları olarak ikiye ayrılmaktadır (Erdem, 2012: 63).

1.4.1. Para Piyasası Araçları

Vadeleri kısa, riskleri düşük, ticaret hacimleri ise oldukça yüksektir. Para piyasası araçları Tablo 5'deki gibi ayrılmaktadır.

Tablo 5: Para Piyasası Araçları

ARAÇLAR	İHRAÇ EDENLER
Hazine Bonoları	Hükümetler
Mevduat Sertifikaları	Bankalar ve Tasarruf Kuruluşları
Finansman Bonosu	Bankalar, Finansman Şirketleri ve Diğer Şirketler
Eurodolar Mevduat	Uluslararası Bankalar
Kabul Kredisi	Bankalar
Merkez Bankası Fonları (Bankalararası Piyasa)	Mevduat Kurumları
Repo Sözleşmeleri	Firmalar ve Finansal Kuruluşlar

Kaynak: (Günel, 2012: 25)

Hazine Bonosu

Hazine tarafından çıkarılan bir yıldan kısa vadeli borçlanma aracıdır. Bütçe açıklarını finanse etmek amacıyla çıkarılmaktadır.

Repo Sözleşmeleri

Gelecekte belirli bir tarihte belirli bir faiz oranı üzerinden tekrar satın almak kaydıyla tahvil satışı yapılması işlemidir (Erdem, 2012: 67).

Pazarlığa Dayalı Mevduat Sertifikaları

Büyük ticari bankalar ve diğer mevduat kuruluşları tarafından ihraç edilen genellikle finansal olmayan kuruluşlar tarafından satın alınan kısa vadeli para piyasası araçlarıdır.

Eurodolar Mevduat

Amerikan bankalarının ABD sınırları dışındaki şubelerinde veya ABD dışındaki ülkelerin bankalarında dolar cinsinden tutulan mevduatlardan oluşur.

Kabul Kredisi

Bir bankanın gelecekteki bir ödemenin sorumluluğunu kabul ettiğini gösterir. Genellikle dış ticaret işlemlerinde kullanılan ve ihracatçı açısından bir güvence niteliği taşıyan kabul kredisi işleminde, banka, ithalatçı adına satılan malın bedelinin ödeneceği güvencesi vermektedir (Günel, 2012: 27).

Bankalararası Para Piyasası Fonları

Bankalararası para piyasasında bankalar merkez bankaları nezdindeki mevduatlarını birbirlerine çok kısa vadeli (genellikle bir günlük) olarak borç verebilmektedir.

1.4.2. Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasası araçları, daha uzun vadeli finansal araçlardır. Bunlar, pay senetleri ile vadeleri bir yıldan daha fazla olan borç araçlarını kapsar. Alınıp satılan borç araçlarının vadesi uzun, riskleri daha fazla, ticaret hacimleri ise biraz daha düşüktür. Sermaye piyasası araçları Tablo 6'daki gibi ayrılmaktadır.

Tablo 6: Sermaye Piyasası Araçları

ARAÇLAR	İHRAÇ EDEN	VADESİ
Devlet Tahvilleri	Hükümetler	1-30 yıl
Belediye Tahvilleri	Belediyeler	10-30 yıl
Şirket Tahvilleri	Şirketler	10-30 yıl
İpotek Senetleri	Bireyler ve Şirketler	15-30 yıl
Hisse Senetleri	Şirketleri	

Kaynak: (Günel, 2012: 29)

Hisse Senetleri

Firmaların yatırımlarını finanse etmek amacıyla çıkardıkları, satın alan pay sahiplerine ortaklık hakkı tanıyan ve ikincil piyasada rahatlıkla alınıp-satılan bir finansal araçtır.

İpotek Senetleri

Tasarruf kuruluşları ve ipotek şirketleri tarafından çıkarılan ve gayrimenkul alımlarının finansmanında kullanılan menkul kıymetlerdir. 1980'lerden itibaren ipotek senetlerinin ikincil piyasası da giderek gelişmiş ve işlem hacmi artmıştır (Günel, 2012: 29).

Devlet Tahvilleri

Sermaye piyasasının önde gelen aracı devlet tahvilleridir. 1–30 yıl vadeli olarak ihraç edilebilmektedir. Devlet tahvilleri düşük faizli ve risksizdirler. Şirket tahvilleri ise uzun vadeli araçlar olup, faizleri, derecelendirme sonucunda aldıkları puanlara göre belirlenmektedir (Karan, 2011: 25).

Yerel Yönetim Tahvilleri

Hükümetlerin yanı sıra yerel yönetimler de gelir gider akımlarındaki dengesizliği gidermek amacıyla borçlanabilmektedir.

Ticari ve Tüketici Kredileri

Bankaların ve finansman şirketlerinin tüketicilere veya şirkete kullandırdığı kredilerdir. Bu krediler için ikincil piyasalar olamdığı için, sermaye piyasası araçları arasında en az likit olanıdır.

1.5. Türev Piyasalar

Türev piyasalar, gelecekte belirli bir vadede, dayanak varlık üzerinde anlaşmanın bugünden belirlenen yükümlülüklerin gelecek bir vadede yerine getirilmesini taahhüt eden piyasalardır. Türev piyasalarda işleme konu olan ürünler, değerleri bazı temel varlıklara bağlı olan finansal ürünlerdir. Türev işlemler tezgâhüstü işlemler ile başlamıştır. Daha sonra karşılıklı güven sorunu ortaya çıkmasıyla birlikte hukuki düzenlemelerin olduğu ve bu doğrultuda takas kurumu güvencesinde standart türev ürünlerin alınıp satıldığı organize borsalarda işlem görmeye başlamışlardır. Gelişen finansal sistem ile birlikte finansal piyasalarda 1970'ler sonrası dünya genelinde yaşanan gelişmeler sonucu, sabit kur uygulamasına dayanan Bretton Woods sisteminde yapılan revizyonlar ile birlikte esnek kur sistemine geçilmesi sonucu, finansal risklerin artması ve bu risklerden korunmak için yeni tekniklerin geliştirilmesi ihtiyacını doğurmuştur (Karagül, 2011: 30). Finansal riskten kaçınmak veya riski azaltmak amacıyla bireylerin, kurumların aldıkları yatırım kararlarında gelecekte oluşacak olan mal fiyatları, faiz oranları ve döviz kurları gibi etkenleri riskten korunmak amacıyla bugünden tahmin etmek istemesi ve riski kontrol etmek sonucu olarak geliştirilen türev ürünler finansal piyasaların temel yapıtaşlarından olmuşlardır. Türev finansal araçlar; forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmeleridir. Türev piyasalar, bu türev ürünlerin işlemlerinin gerçekleştiği piyasalardır. Türev piyasalarının işlem gördüğü organize piyasalar, ABD'de CBOT, İngiltere'de LSE, Türkiye'de BİST altında faaliyet gösteren VİOP gibi piyasalar organize piyasalar kategorisindedir. Türev piyasaları, spot piyasalardan kaynaklanan bir takım risklerden korunmak amacıyla ortaya çıkmıştır. Türev piyasalarda işlem gören ürünlere türev ürünler denilmektedir. Türev ürünlerin ortaya çıkmasıyla birlikte yatırımcılar borçlanma maliyetini düşürmüştür. Aynı zamanda şirketlerin net nakit akışlarını artırmak için finansal piyasalarda kolaylık sağlamıştır.

1.6. Türev Piyasaların Katılımcıları

Türev piyasaların katılımcıları; riskten kaçınanlar (hedger), spekülâtörler ve arbitrajcılardır. Söz konusu türev piyasaların katılımcıları hakkında kısaca bilgi vermek yerinde olacaktır.

1.6.1. Riskten Kaçınanlar (Hedger)

Türev piyasalar, risk yönetim piyasaları olarak ifade edilmesinden dolayı bu piyasaların katılımcıları korunma amaçlı işlem yapan yatırımcılardır. Türev ürünler ile korunma işlemi yaparken iki türlü hedging (korunma) yapmak mümkündür. İlk olarak piyasa katılımcılarından firma ve kişilerin işlem riskinden korunmak istemesi, bir başka piyasa katılımcısı olan ithalatçı ve ihracatçıların piyasada oluşabilecek kur riskinden korunmak istemeleridir. Piyasa katılımcıları spot piyasalarda oluşabilecek fiyat artışından kaynaklı değişime karşı korunmak için vadeli işlem sözleşmesine alıcı (uzun taraf), fiyat düşmesinden kayanıklana değişime karşı korunmak için satıcı (kısa taraf) olarak pozisyon alırlar (Madura, 2012: 117). Türev ürünler piyasa katılımcıları için riske karşı korunma ve risk yönetimi sağlarlar. Türev ürünü riski başkasına aktarmak için kullanan kişiye hedger denir

1.6.2. Spekülâtörler

Türev piyasaların bir diğer katılımcıları olan spekülâtörlerdir. Piyasada oluşan fiyatların gelecekteki hareketlerinden ve beklentilerden çıkar sağlamayı amaçlayan kişiler veya kurumlar spekülâtör yatırımcı olarak adlandırılır. Türev piyasaların en önemli özelliklerinden biri olan kaldıraç etkisi piyasada işlem yapan spekülâtörlere kolaylık ve fırsat sağlamaktadır. Spekülâtörlerin piyasalar için önemli fonksiyonlarından biri piyasanın likiditesini artırmak diğeri ise işlem hacmini artırmaktır. Spekülâtörler türev piyasalarındaki riski üstlenerek piyasa katılımcılarının riskten korunma imkânı sağlamaktadır (BİST, 2014: 37). Spekülâtörler türev piyasaların önemli bir parçası olmakla birlikte piyasalarda fiyat istikrarı sağlama açısından büyük önem arz etmektedir. Aynı zamanda likidite sağlama, risk alma ve fiyat oluşumu önemli fonksiyonları arasındadır.

1.6.3. Arbitrajcılar

Finansal piyasalarda meydana gelen değişimlerle piyasaların ülkeler arasında sermaye hareketleri ve faiz değişimlerinin serbest hale gelmesiyle birlikte arbitraj önem kazanmıştır. Arbitrajcılar veya arbitraj yapanlar, iki veya daha fazla piyasada meydana gelen

geçici fiyat değişimleri ve faiz oranlarındaki düzensizliklerinden faydalanmak isteyen, aynı zamanlı olarak yapılan alım satım işlemleri ile risk üstlenmeden kâr elde etmeyi amaçlayan kişiler veya kurumlardır. Örneğin, bir malın aynı zamanda, iki ayrı piyasada veya farklı coğrafi yerlerde iki farklı fiyattan işlem görüyorsa risksiz kâr imkânını yani arbitrajı doğurur. Başka bir deyişle arbitrajcı fiyat farklılıklardan kaynaklı fiyat oluşumlarından faydalanarak kâr elde etmeyi amaçlayan yatırımcı türüdür. Aynı zamanda spot piyasa ve vadeli piyasa arasında oluşan farklı fiyat oluşumlarından kaynaklanan fiyatlara taşıma maliyetini de ekleyerek farklı seviyelerde oluşan fiyat oluşumlarından faydalanarak kâr elde etmeyi amaçlar (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 232-233).

Arbitrajcıların spekülâtorlerden farkı, risk olmaksızın kâr garantisi sağlamalarıdır. Arbitrajcıların piyasadaki varlığı piyasalarda fiyatların uyumlu, dengeli hareket etmesini ve doğru fiyat oluşumunu sağlamaktadır.

1.7. Türev Piyasaların Kullanım Amaçları

Türev piyasalarda işlem gören türev ürünler yatırımcılar tarafından; riskten korunma, spekülasyon ve arbitraj amaçları çerçevesinde kullanılmaktadır. Söz konusu amaçları ayrı başlıklar altında açıklayalım.

1.7.1. Riskten Korunma

Korunma amaçlı işlemler piyasada oluşabilecek fiyat dalgalanmalarına karşı vadeli işlem piyasasında pozisyon almaktadır. Türev piyasalar içinde riskten korunma spot piyasada bulunan pozisyona karşı pozisyon alarak riskten korunma işlemi yapılmaktadır. Türev ürünler, mevcut risklerin ayrıştırılıp fiyatlanmasına ve bu risklerin devredilmesine olanak sağladıkları için, finansal piyasaların vazgeçilmez araçları haline gelmiştir. Türev ürünler, sadece risk transferine imkân sağlamakla kalmayıp, hem likiditeyi artırmakta hem de riskten korunma maliyetini azaltmaktadır. Fakat spekülâtif veya yanlış amaçlarla kullanıldığında, büyük zararlara neden olabilecekleri gözardı edilmemelidir. Türev ürünleri riski transfer etmek amacıyla kullananlara, “riskten korunan” veya “hedger” denilmektedir (Karabıyık ve Anbar, 2010: 342).

1.7.2. Spekülasyon

Türev piyasalarında spekülâtif amaçlı işlemler piyasanın vazgeçilmez unsurları arasındadır. Türev piyasaların özellikle kaldıraç etkisi piyasada spekülâtif işlemler için önemli

avantajlar sunar. Spekülatif işlemler geleceğe yönelik tahmine dayalı fiyat oluşumlarından kâr elde etmek amacıyla yapılan işlemlerdir. Bu işlemi yapanlara “spekülatör” denilmektedir. Spekülatörlerin piyasa fiyat hareketlerine oluşan fiyat dalgalanmalarından faydalanarak kâr elde etmeyi amaçlamaktadır. Spekülatörler piyasada işlem yaparken fiyatların seviyeleri değil, hangi yönde hareket edeceği önemlidir. Spekülatörler; piyasada risk almak, likidite sağlamak yanında piyasada denge fiyat oluşumuna katkı sağlamaktadırlar (Yalçınar, 2008: 233).

1.7.3. Arbitraj

Arbitraj amaçlı işlemler ise, yatırım yapmadan piyasalardaki fiyat farklılıklarından kaynaklı elde edilen risksiz kazançtır. Arbitraj işlemi eş zamanlı olarak farklı piyasalarda bulunan bir ürünü fiyatın ucuz olduğu piyasadan alıp pahalı olduğu piyasada satma doğrultusunda yapılan bir alım satım işlemidir. Arbitraj işlemleri yatırımcıların ilave risk üstlenmeden yerel piyasalarda elde edebileceği getirilerden daha fazlasını elde etmek için kullandıkları işlemidir.

1.8. Türev Piyasaların Kurulma Amaçları

Para biriminin belirli bir altın standartına bağlanmasını sağlayan Bretton Woods sisteminin kaldırılmasının ardından dalgalı döviz kuru sistemine geçilmesiyle birlikte piyasada oluşan riskler karşısında türev piyasalarına ihtiyaç duyulmuştur. Türev piyasaların kurulmasındaki amaç piyasada oluşan risklerin etkin risk yönetimi ile yönetilmesi ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Risk yönetimi kavramı finans yöneticileri açısından önemlidir. Risk yönetimi üç adımdan oluşur, birinci adım maruz kaldığımız riskler belirlenmelidir. İkinci adımda finansal risklerin boyutları ölçülmelidir. Üçüncü adım da, hangi finansal enstrümanları kullanarak risklerden korunurum ve maliyeti nedir? Sorularının cevabı bulunmalıdır.

Türev piyasalar risk yönetimi açısından riskten kaçınma piyasaları olarak da tanımlanmaktadır. Piyasalarda etkin fiyat oluşumuyla beraber yatırımcıların güvenli ve şeffaf yatırım yapma imkânını sağlar. Türev piyasaların belirgin özelliklerinden biride, kaldıraç etkisi ile küçük tutarlarda yatırılacak teminatlarla büyük miktarlarda işlem yapabileme fırsatıdır. Kaldıraç etkisi ile piyasa katılımcıları piyasada yüksek kazanç sağlayabileceği gibi risk faktörünü içinde barındırmaktadır.

Piyasa katılımcılarının maruz kaldıkları bir takım finansal riskler nedeniyle türev ürünleri kullanılmaktadır. Firmaların finansal ve risk yönetimi ihtiyaçlarına yönelik çözümler sunan RiskActive Türkiye ve Gantek'in hazırladığı rapora göre, Türk şirketleri kur riskini birinci derece risk unsuru olarak görüyor. Firmalar finansal risklerin kaynağı olarak hammadde fiyat dalgalanmaları kaynaklı fiyat riskleri, likidite riskleri ve kur riskini gösteriyor (Çipil, 2008: 3). Maruz kalınan temel finansal riskler kaynaklarına göre beşe ayrılmaktadır. Bu riskler; döviz riski, faiz riski, likidite riski, piyasa riski, düzenleme riski ve kredi riskidir:

1.8.1. Döviz Riski

Kur riski, döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalar sonucu, gelecekte yabancı para döviz pozisyonlarında meydana gelebilecek zarar potansiyelini ifade eder. Kur riskini doğuran olay, döviz kurunun gelecekteki değerinin belirsizliği ile ilgilidir (Kayahan, 2010: 44).

1.8.2. Faiz Riski

Faiz oranı riski, piyasada oluşan faiz oranlarında meydana gelen değişimlerden kaynaklanan riskleri ifade etmektedir. Piyasada faiz oranlarının düşme veya yükselmesi olasılığına karşı oluşabilecek riskleri ifade eder.

1.8.3. Likidite Riski

Yatırımcıların sahip oldukları varlığı istenildiğinde nakde çevrilememesini ya da cari piyasa değerinin altında elden çıkarılmasını açıklar. Özellikle bankaların pasiflerindeki azalmayı yönetebilmek ya da aktiflerindeki artışı finanse edebilmek amacıyla yeterli kaynak bulundurmaması nedeniyle oluşur (Kayahan, 2010: 17).

1.8.4. Piyasa Riski

Piyasalarda meydana gelen fiyat dalgalanmalarından kaynaklı; faiz, kur, hisse senedi fiyat değerli maden ve hammadde fiyatı risklerinin değişimlerine bağlı olarak oluşan riski ifade etmektedir. Türev ürünler için piyasa riski, türev ürünün dayalı olduğu varlığın, fiyat, oran veya endeks seviyesinde meydana gelen dalgalanmalar sonucunda türev ürünün fiyatının değişmesi riski olarak ifade edilir.

1.8.5. Düzenleme Riski

Türev ürünler için düzenleme riski; mahkemelerin, düzenleyici otoritelerin veya yetkili herhangi bir kamu kuruluşunun aldığı bir karardan dolayı türev ürün sözleşmesinin tamamen veya kısmen uygulanamaması başka bir deyişle zarara uğrama riskidir.

1.8.6. Kredi Riski

Borç alacak ilişkisine bağlı olarak karşı tarafın yükümlülüklerini vadede sözleşmeye uygun olarak yerine getirememesi durumunda oluşan risktir. Bir diğer adı karşı taraf riski olarak adlandırılmaktadır. Türev piyasalarda işlem yapan piyasa katılımcıları, karşı tarafın gelecekteki yükümlülüklerini yerine getirmeme riski ile karşı karşıya kalabilirler. Bu durumda kredi riski söz konusu olmaktadır. Organize piyasada işlem gören türev ürünler için kredi riski söz konusu değildir. Bunun nedeni, yapılan işlemlerin takas odası güvencesi altında yapılmasından dolayı kredi riskine maruz kalınmamaktadır.

1.9. Türev Piyasaların Sağladığı Faydalar

Türev piyasaların faydaları altı başlık altında toplamak mümkündür. Bunlar; riskten korunma, etkin fiyat oluşumu, yüksek likidite, sentetik pozisyonlar, portföy çeşitlendirmesi ve kaldıraç etkisidir (BİST, 2014: 20):

1.9.1. Riskten Korunma

Türev piyasalar yatırımcılara, spot piyasalarda oluşabilecek fiyat dalgalanmalarına karşı korunma fırsatı sunmaktadır. Özellikle aşırı dalgalanmaların meydana geldiği ekonomilerde, gelecekte satışa sunulmak veya alınmak istenen bir mal döviz veya menkul kıymetin bu süre içerisinde oluşabilecek riskleri en aza indirerek korunmaktadır.

1.9.2. Etkin Fiyat Oluşumu

Finansal sistem içinde türev piyasalar ve spot piyasaların uyumlu çalışması piyasalarda etkin fiyat oluşumunu sağlayacaktır. Aynı zamanda alternatif yatırım imkânı sağlayacaktır. Bundan dolayı mevcut para piyasalarının yanına türev piyasalarının da eklenmesi durumunda hem paranın piyasadaki dolaşım hızı artar, hem de piyasaya gelen bilgiler fiyatlara daha hızlı yansır. Türev piyasaların etkisiyle ekonomik anlamda zayıf veya yarı etkin olan bir piyasa “tam etkin“ konuma geçecektir.

1.9.3. Yüksek Likidite

Türev piyasaların en önemli özelliği olan kaldıraç etkisi ile spot piyasalarda oluşturabileceğimiz pozisyonlara oranla küçük miktarda paralarla aynı miktarda dayanak varlık

üzerine yatırım yapma imkânı sunduğu için daha geniş piyasa katılımcısına ulaşarak yatırım fırsatı sunması her iki piyasasında daha likit olmasını sağlar.

1.9.4. Sentetik Pozisyonlar

Türev piyasalardaki ürünler kullanılarak spot piyasalarda yapılacak işlemlerin getirilerine paralel getiri grafiği olan sentetik pozisyonlar oluşturulabilir. Bu yönüyle türev piyasalar, portföy çeşitlendirilmesi fırsatı sunmasından dolayı sentetik pozisyonlar oluşturarak, piyasalarda etkinliğin artmasına ve spot piyasadaki oluşabilecek fiyat dalgalanmaları için azaltıcı bir etki oluşturur.

1.9.5. Portföy Çeşitlendirmesi

Türev piyasalar portföy yöneticilerine, karşılaştıkları riskler karşısında portföy çeşitlendirmesi yaparak risk yönetimi konusunda risk çeşitlendirmesi imkânı sunmaktadır.

1.9.6. Kaldıraç Etkisi

Türev piyasaların en temel özelliklerinden biri olan kaldıraç etkisine sahip olmasıdır. Futures işlemlerde gerçekleştirilen işlem miktarının tamamının değil de, teminat olarak çok küçük bir bölümünün nakit olarak yatırılması işlemidir. Küçük miktarlar ile büyük pozisyonların alınmasını sağlamaktadır (Yalçiner 2008, 251). Özellikle yabancı kur cinsinden pozisyon taşıyan firmalar için önemli riskler içermektedir. Türev piyasalarda meydana gelen krizlerin temelinde kaldıraç etkisi görülmektedir.

1.10. Türev Ürünlerin Tarihçesi

Türev ürünlerin tarihi gelişimini inceleyecek olursak oldukça eski bir tarihçesi vardır. Türev ürünlerin ortaya çıkışının temel nedeni gelecekte oluşabilecek fiyat değişimlerinden ve diğer risklere karşı korunma gereksiniminden doğmuştur. Tarihte ilk vadeli işlemin eski Yunan'da Thales tarafından MÖ 624-546 yıllarında uygulandığı söylenir. Ortaya çıkış nedenine baktığımızda Thales'in yağış ve iklim modelleri sayesinde zeytin rekoltesi ile ilgili tahminleme yapması ve üzerine opsiyon anlaşması yapması ile başlamıştır. Daha sonra Japonya Dojima pazarında pirinç üzerine vadeli işlemler yapıldığı Hollanda'da Antwerp tahıl pazarında yapılan işlemler ilk vadeli işlemler olarak bilinmektedir. İnsanlık tarihinde ilk vadeli işlemlerin tarımsal ürünlere dayandığı görülmektedir.

Osmanlı İmparatorluğu'nda 17. ve 18. yüzyıllarda giderek artan vergi gelirlerini artırmak amacıyla merkezde toplamaya çalışmıştır. Bu bağlamda iç borçlanma anlamında gelen esham sistemi oluşturulmuştur. Devlet tahvilleri ile önceki borçların vadelerinin uzatılması amacıyla çıkarılan “Eshamı Cedide”ler üzerinde gerçekleştirilen “konsolid” işlemlerin, türev araç sözleşmeleri ile bir parça da olsa paralellik taşıdığı söylenebilir (Pamuk, 2012: 60).

İlk zamanlarda yapılan sözleşmeler karşılıklı güvene dayandığı için, bir güven sorunu oluşmuştur. Bunun nedeni taraflardan birinin aleyhine oluşan fiyat değişimleri sonucu yükümlülüğünü yerine getirmeyebilir. Aynı zamanda piyasada oluşan arz ve talep dengesizliğinden kaynaklanan fiyat oluşumlarından üreticiler zarar ediyordu. Türev piyasaların gelişiminde bir diğer etken ürünlerin depolanması için yeterli miktarda deponun olmaması ve taşıma zorlukları etkili olmuştur. Bu gelişmeler ışığında 1848 yılında tarımsal ürünlerin organize bir yerde ürünlerin miktar ve tutarlarının standardize edilmesi amacıyla tarihte kurulmuş ilk vadeli işlem borsası olan CBOT (Chicago Board of Trade) 82 tüccar tarafından kurulmuştur. CBOT'de ilk yıllarda tarafların yükümlülüklerine yerini getirmelerinde sıkıntılar ortaya çıkması sonucu, 1865 yılında sözleşmelerin genel kuralları koyularak sözleşmelerin standart hale getirilmesi ve borsanın bünyesinde bir takas kurumunun yapılacak anlaşmalara garantör konumunda olmasına karar verilmiştir. 1872 yılında New York Pamuk Borasası'nda vadeli işlemlere Takas Kurumu, piyasa katılımcılarına alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında alıcı konumunda yer alarak piyasada garantör konumunda işlem yapan taraflardan belirli miktarda teminat alarak piyasaya güven olgusu ile garanti vermeye başladı. 1972 yılında sabit kur sisteminden dalgalı kur sistemine geçişin adımı olan Bretton Woods Sistemi'nin sona ermesi ile birlikte döviz kurları ve faiz oranlarındaki meydana gelen dalgalanmalar piyasa katılımcıları açısından risk olgusu oluşturmuştur. Finansal sistemde meydana gelen bu gelişme sonucu tarımsal ürünler üzerine yapılan vadeli işlem sözleşmelerinin kapsamı genişletilerek, yeni finansal ürünlerde uygulamalar geliştirilmiştir (Dönmez, vd. , 2002: 1-2).

Bu gelişmeler ışığında 1972 yılında dövize dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü Chicago Vadeli Döviz Borsası açılmıştır. Türev piyasalarda meydana gelen gelişmelere 1975 yılında faiz riskine karşı piyasalarda ihtiyaç duyulan faiz vadeli işlem

sözleşmeleri Chicago Board of Trade tarafından Government National Mortgage Association (GNMA) işleme açılmıştır (Kurtoğlu, 2014: 216). 1982 yılında Kansas City Board of Trade (KCBT) tarafından ilk defa hisse senetleri endeksi üzerine vadeli işlem kontratları işleme açılmıştır. ABD’de türev piyasalarında yaşanan bu gelişmeler paralelinde Avrupa’da vadeli işlem piyasalarını etkilemiştir

Finasal piyasaların risk olgusunu barındırması küreselleşmenin etkisiyle birlikte hissedilir hale gelmesi riskten korunmanın önemini artırmıştır. Vadeli işlem piyasalarında meydana gelen gelişmeler 2007 yılında CME ve CBOT borsalarının birleşmesiyle CME Group adını alarak dünyanın en büyük türev ürünler borsası oluşmuştur. Vadeli işlem piyasalarının büyüklüğü zamanla artmaktadır.

1.11. Uluslararası Ticaret ve Türev Ürünler

Uluslararası ticaret ile uğraşan firmalar daima kurlardaki değişmelerin etkisi altında bulunurlar. O yüzden de, küresel düzeyde mal ve sermaye akımlarının hızlı artışı ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar birlikte dikkate alındığında, yabancı para bazında yapılan işlemlerin de giderek arttığı ve uluslararası işlem yapan dış ticaret firmaları ve diğer kuruluşların döviz kuru riski ile karşı karşıyadırlar (Seyidoğlu, 1997: 177). Kur riskinin doğabilmesi için, işletmenin önce kur etkisine açık olması gerekir. İşletmelerin dövizle bağlı olarak yaptıkları mal ve hizmet alım satımları ile borç ve alacak sözleşmeleri kur etkisine açıktır.

Uluslararası ticarete türev ürün işlemlerinin yerini incelediğimizde, özellikle türev ürün işlemlerini ithalatçı, ihracatçı ve dış mali yatırımcı gibi gelecekte döviz cinsinden bir ödeme yapacak veya gelir elde edecek kişiler kullanmaktadır (Seyidoğlu, 2007: 327). Döviz kurundaki beklenmeyen bir değişim ile ortaya çıkan kur riskine karşı korunmada kullanılabilen dışsal tekniklerden biri de türev araçlar yoluyla korunmadır. Forward işlemi ile kur riskine karşı tam bir korunma (full hedging) sağlanabilmektedir (Çiftçi ve Yıldız, 2012: 94).

İhracatı yapılan malların bedelinin ne zaman geleceğinin belli olmadığı ve geldiği zaman döviz kurlarının ne olacağı belli olmadığı zaman türev ürünlerden biri olan Forward işlemi ile belirsizlik ortadan kaldırılabılır (Melemen ve Arzova, 2000: 4).

Opsiyon piyasası güvencesi ile yatırımcı kur etkisini dengelemektedir. Opsiyon sözleşmelerinin en avantajlı yanı, sağladıkları esnekliktir. Eğer vade sonunda piyasadaki kur- lar işlemci açısından daha uygun ise sözleşme uygulanmaz ve uğranılacak kayıplar yalnızca sözleşme primi ile sınırlı kalır. Futures döviz işlemleri de kur riskine karşı uluslararası ticarete, borsada standart sözleşmeler üzerinden yapılmaktadır. Swap işlemlerini uluslararası ticaret işlemlerinde kullanarak, gelecekte oluşabilecek kur riskine karşı korunma sağlamaktadır (Seyidoğlu, 1997: 193-195)



BÖLÜM 2: TÜREV ÜRÜNLER

Bu bölümde global finans sistemi içerisinde yeni olan türev ürünler ile ilgili detaylı bilgiler verilerek, avantaj ve dezavantajları incelenmiştir.

2.1. Türev Ürünlerin Tanımı

Türev ürünler tek başlarına bir değer ve anlam ifade etmemektedir. Türev ürün değerlerini başka kıymetten alarak bazı temel varlıklara bağlı olan ve piyasada meydana gelen fiyat dalgalanmalarına karşı korunmak amacıyla oluşturulan finansal ürünlerdir. Türev piyasa işlem hacimlerinin, spot piyasa işlem hacimlerine göre yüksek olmasının en önemli nedeni, kaldıraç etkisinden kaynaklanmaktadır.

Spot piyasa ürünleri baz alınarak geliştirilen değeri bir başka finansal varlığın veya malın değerine bağlı olan vadeli işlem piyasası araçları türev finansal araçlar olarak adlandırılır. Organize borsalarda işlem gören türev ürünler için ödeme ve teslimat genellikle ileriki bir tarihte belirli şartlara bağlı olarak yapılır. Tezgâhüstü piyasada işlem gören türev ürünlerde ise anında teslimat veya ileri vadede teslimat gerçekleştirilir. Türev ürünler kur riski, fiyat değişim riski, faiz riski gibi risklerden korunmak amacıyla tarafların bir anlaşmaya dayanarak kullanmış oldukları finansal enstrümanlardır. Risk yönetiminin yanı sıra türev piyasalarda ikincil amaç olan kâr elde etme imkânı doğmaktadır.

Türev ürünler kavramı forward, futures, opsiyon ve swap işlemlerini kapsamaktadır. Bu işlemlerin ortak amacı teslimi ileride bir tarihte yapılacak olan bir malın veya finansal enstrümanın, bugün yapılan bir anlaşmayla alım satımının yapılmasıdır. Finansal türev araçların çeşitleri ayrı başlıklar altında açıklanacaktır.

2.2. Forward Piyasalar

Forward piyasalar bankaların, işletmelerin hedging amacıyla kullandıkları ve çok büyük miktarlarda yani toptan döviz ticaretinin yapıldığı piyasalardır. Genellikle bankalar arası piyasalar buna en iyi örnek olarak verilmektedir (Büker, vd. , 2009: 491).

Forward işlemler; iki taraf arasında gelecekte belirli bir tarihte, belirli bir fiyat, kalite ve miktar üzerinde, anlaşılan standartların bugünden belirlendiği sözleşmelerdir. Vadeli işlemler, her türlü mal ve piyasa için söz konusu olabilir. Vadeli sözleşmeler, genellikle piyasada oluşan döviz ve faiz riski üzerine yapılır. Vadeli işlemlerde, teslim ve ödeme

süresi genellikle bir yıldan kısadır. Vadeli işlem piyasaları, gelecekte ortaya çıkabilecek risklerin ortadan kaldırılmasına hizmet eder. Örneğin, vadeli döviz sözleşmelerinde fiyatlar önceden üzerinde anlaşıldığı için, yatırımcılar, tahmin edilen kur riskine karşı önceden korunur (Başoğlu, vd. , 2009: 337).

Forward vadeli işlemler, daha çok ihracatçı ve ithalatçılar tarafından kullanılmaktadır. Daha geniş bir ifadeyle ileride döviz cinsinden taahhüdü veya alacağı olanlar tarafından, olumsuz kur değişimlerine karşı güvence oluşturmak amacıyla yapılmaktadır. Vadeli işlem sözleşmesine benzeyen işlemler ise organize borsalarda yapılmadığı için vade, fiyat ve miktar gibi unsurlar bakımından sabit değildir. Forward işlemler taraflar arasında serbestçe yapıldığı için karşılıklı güveni gerektirmektedir; diğer bir ifadeyle forward sözleşmelerde kredi riski vardır. Forward işlemler OTC (tezgâhüstü) piyasalarda işlem görmektedir (Apak ve Uyar, 2011: 57).

2.2.1. Forward Sözleşmelerin İşleyişi

Vade geldiğinde taraflardan alıcı olan taraf, önceden anlaşılan fiyat üzerinden ödemeyi yapar, aynı şekilde, anlaşmayı satan taraf, anlaşılan miktar ya da tutarda varlığı alıcıya teslim eder. Vade gününde satıcının iki seçeneği vardır. Ya kendi varlık stokunu azaltarak stoklarından teslim yapar, ya da spot piyasadan varlığı satın alarak alıcıya teslimatı gerçekleştirir (Chambers, 1998: 42-43).

Forward işlemler, peşin piyasa işlemi sayılır. Forward işlemler organize olmayan borsalarda işlem gördüğü için alıcı ve satıcı kendi arasında sözleşme şartlarını belirleyerek işlem yaparlar. Sözleşmenin taraflarından biri diğer tarafın zararını karşılamakla yükümlüdür.

Forward sözleşmeler değişimleri nedeniyle riskten korunmak amacıyla geliştirdikleri sözleşmelerdir. Forward sözleşmeler bu yönüyle türev ürünlerin geliştirilmesinin alt yapısını oluşturmuştur.

2.2.2. Forward (Alivre) Sözleşmelerin Özellikleri

Forward sözleşmelerin temel özellikleri aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Karapınar, vd. , 2011: 505).

- Örgütsüz piyasa işlemleridir. Tezgâhüstü piyasalarda işlem görürler. Daha çok bankalarla müşteriler arasında yapılan işlemlerdir.
- Forward sözleşmede amaç, sözleşmeye konu olan malın temin edilmesidir. Malın teslimi ve bedelinin tahsil edilmesinden sonra sözleşme sona erecektir (Apak ve Uyar, 2011: 54).
- Forward sözleşmesinde başlangıçta nakit ödeme söz konusu değildir. Nakit akışı sadece teslimat gününde gerçekleşmektedir.
- Forward sözleşmeler standart sözleşme değildir. Sözleşme tarafları birbirini çok iyi tanıyan birbirine güvenen kişilerdir. Taraflar mal ile ilgili detayları ve teslimatı serbestçe belirlerler.
- Forward sözleşmelerde taraflardan birinin kredi riskini karşı taraf üstlenir.
- Forward sözleşmelerde fiyatlar halka açık olarak yayınlanmaz.
- Forward sözleşmelerde işlemler kişisel olduğu için takas odasına ihtiyaç yoktur.
- Genellikle bir emniyet marjı teminat, pey akçesi, kaparo talep edilmez. Ancak bazı durumlarda belli bir tutarda kaparo talep edebilmektedir.

2.2.3. Forward Sözleşmelerinin Fiyatlaması

Vadeli işlem sözleşmeleri fiyatlaması işlemlerinde finansal olmayan ürünler üzerine yapılan fiyatlandırmada, Taşıma Maliyeti Modeli'ne dayanır. Bu fiyatlama modeli, sözleşmeye konu olan ürünün veya finansal varlığın, nakit fiyatı ile vadeli fiyatı arasındaki ilişkinin düzeyini ölçmektedir. Modelin temelinde, vadeli fiyatın oluşumunda teslimat tarihinden önceki herhangi bir dönemde oluşabilecek nakit fiyatın üzerinde olması gerektiğine dayanmaktadır. Çünkü sözleşmeye konu olan malın, formüle edilmesinde sözleşme tarihinde satın alınmış olması ve sözleşme bitiş tarihine kadar taşıma maliyetinin nakit fiyata eklenmesi ile bulunur. Buna göre, model, şu şekilde formüle edilebilir (Başoğlu, vd. , 2009: 338-339).

Vadeli fiyat = Nakit fiyat + Birim finansman maliyeti + Birim stoklama maliyeti

Taşıma maliyeti şu unsurlardan oluşmaktadır.

- Ürünü satın almak için kullanılan finansman veya faiz maliyeti,
- Ürün saklama maliyeti,
- Ürün sigorta maliyeti,

- Navlun ücreti

- Saklama döneminde meydana gelebilecek diğer maliyetler.

Herhangi bir ürünü bugün almakla, ileri bir tarihte almanın maliyetlerinin karşılaştırıldığı taşıma maliyeti yönteminin hesaplanması aşağıdaki biçimde yapılmaktadır (Başoğlu, vd. , 2009: 340).

S= Spot piyasa fiyatı

F= Forward fiyatı

T= Süre (vadeye kalan gün sayısı)

r= Faiz oranı olmak üzere;

$$F= S * [(1+(r * (T/365)))]$$

Bir mal spot piyasada 5.000 TL, 180 günlük faiz oranlarının ise %8 olduğu, 180 gün sonra teslimatı yapılacak forward sözleşmesinin fiyatı hesaplayacak olursak;

$$F= S*(1+(r*(T/365)))$$

$$F= 5000*(1+(0,08*(180/365)))$$

F= 5.197,26 TL olarak bulunur.

Bu konuda dikkat edilmesi gereken en önemli nokta; teslimat vadesine kadar teslimata konu menkul kıymet veya malla ilgili olarak temettü, kupon ödemesi gibi nakit akışları olacaksa, bunlarında forward sözleşmesinin fiyatına yansıtılmalıdır. Mevsimsel özellik gösteren tarımsal ürünlerde, bu ürünlerin kullanım değeri mevcut olduğundan, taşıma maliyeti yöntemi doğru sonuç vermeyebilir.

2.2.4. Forward Sözleşmelerinde Taraflar ve Amaçlar

Forward sözleşmelerinde taraflar; arbitraj yapanlar, risk sıfırlayıcıları ve spekülörler olarak sınıflandırılabilir.

Arbitraj yapanlar: Belirli bir anda piyasalardaki fiyat farklılıklarından faydalanarak risk-siz kâr sağlama işlemine arbitraj denir. Bu işlemi yapan kişi ve kurumlara arbitrajcılar

denir. Arbitraj işlemi eş zamanlı finansal ürünün ucuz olduğu piyasadan alıp pahalı olan piyasada satım işlemi yapılarak kâr sağlamak amacıyla uygulanan işlemdir.

Risk sınırlayıcıları: Riskten korunmadaki amaç kâr elde etmek olmayıp gelecekte meydana oluşabilecek risk ve kur dalgalanmalarına karşı forward işlemlere taraf olanlardır. Gelecekte oluşabilecek riskleri önlemek ve elimizdeki varlığın değerini korumayı amaçlamaktadır.

Spekülatörler: piyasada oluşan fiyat hareketlerinden kazanç elde etmek amacıyla işlem yapan piyasa katılımcıdır. Genel olarak piyasada meydana gelen değişimlerin başında döviz kuru, faiz oranı veya fiyatlardaki dalgalanmalar etkili olmaktadır. Spekülatörler piyasada korunmak isteyen piyasa katılımcılarının riskini üstlenirler. Örneğin; dış ticaret işlemi yapan yatırımcılar fiyatların yükseleceğini tahmin ederek piyasada meydana gelebilecek kur riskine karşı forward piyasada pozisyon alır. Aynı zamanda kısa süreli fiyat değişimlerinden kaynaklı olarak kâr sağlamak amacıyla işlem yapabilir (Apak ve Uyar, 2011: 14).

2.2.5. Forward Sözleşmelerin Avantaj ve Dezavantajları

Forward sözleşmelerin en büyük avantajı piyasalarda oluşabilecek kur riski ve olumsuzluklara karşı korunma olanağı sağlar. Forward sözleşmelerinde teminat sisteminin olmaması hem avantaj olarak hem de dezavantaj olarak görülebilir. Forward sözleşmelerin kişisel olması nedeniyle sıfır komisyon maliyetiyle işlem görmesi piyasaların işlem hacminin yüksek olmasına neden olmaktadır. Forward sözleşmelerde işlemin yapıldığı tarihten itibaren taraflar arasında nakit akışı gerçekleşmemektedir. Bütün nakit akışı vade sonunda ortaya çıkmaktadır. Forward sözleşmelerde nakit akışının vade sonuna kadar olmamasına taraflar açısından incelediğimizde avantaj olarak sözleşmenin taraflarının ellerinde bulunan atıl fonları istedikleri yatırımlara veya finansal piyasalarda değerlendirmek amacıyla kullanabilirler.

Forward sözleşmelerinin en büyük dezavantajı ise takas garantisi bulunmamasıdır. Taraflar arasında kredi riski her zaman mevcuttur. Forward piyasalar, spot piyasa ve faiz hadleri temel alınarak oluşturulan bir piyasadır. Diğer taraftan genellikle opsiyon ve forward işlemler piyasadaki oyuncular tarafından karşılıklı yapılarak düşük risk ile yüksek getiri sağlanabilir (Apak ve Uyar, 2011: 56).

2.2.6. Forward Sözleşmelerinin Çeşitleri

Forward işlemler, genellikle her tür mala konu olarak yapılabilir. Genel olarak piyasada oluşan yaygın risk olan kur riski ve faiz riskine önlem olarak finansal piyasalarda gerçekleşen vadeli işlemleri iki grupta incelemek mümkündür.

2.2.6.1. Döviz Forward İşlemleri

Döviz forward işlemleri; dövizin ulusal para karşılığında, gelecekte belirli bir tarihte teslim edilmek şartıyla, alımı veya satımı için bugünden yapılan sözleşmelerdir (Karapınar, vd. , 2011: 506). Başka bir ifadeyle, vade sonundaki spot kur ne olursa olsun, teslimatta uygulanacak kur, kontrat tarihinde belirlenmiş olan forward kurudur. Forward döviz işlemleri ağırlıklı olarak gelecek bir tarihte döviz ödemesi olan veya döviz tahsilatı yapacak taraflarca, özellikle de dış ticaret işlemleri ile ilgilenenlerce yapılır. Amaç, döviz kuru garantisini sağlamaktır. Döviz yükümlülüğü olan taraf ödeme kurunu, döviz tahsilatı yapacak taraf da döviz ulusal paraya dönüştüreceği kuru garanti altına almak için vadeli işlem yapmak istemektedir (Yalçınar, 2008: 243). Forward işlemi yapanlar, ileri vadeli alış ve satış işlemleri için döviz kurlarını sabitleyerek kur değişimlerine karşı oluşacak risklerden şimdiden pozisyon alarak kendilerini korumuş olurlar. Spot kurun değeri vade sonunda değerinin bir önemi olmayıp, takas işleminde uygulanacak kur sözleşme tarihinde belirlenmiş vadeli kur değeridir. Fiyatlarda meydana gelen değişimlerden kaynaklanan kur risklerinden korunma olanağı sağlar. Genel olarak vadeli işlemler; 1, 2, 3, 6 ve 12 aylık süreler için yapılmakta olup bugünden söz konusu vadeye yönelik olarak forward kurlar belirlenmektedir.

Vadeli kurlar spot kurlar ile karşılaştırılmalı olarak izlenir. Bir forward işleminde eğer vadeli kur spot kurdan büyükse bu durumda aradaki fark forward primini ifade eder. Ters durumda eğer, bir vadeli işlemde vadeli kur spot kurdan küçük ise bu durumda aradaki fark forward iskontosu olarak adlandırılmaktadır (Karapınar, vd. , 2011: 506).

Forward fiyat > Spot fiyat ise Forward Primi

Forward fiyat < Spot fiyat ise Forward İskontosu

Forward işlemler, ihracatçı ve ithalatçıların yaptıkları işlemlerden kayanıklı ve fiyat değişimlerinden maruz kaldıkları kur risklerinden korunma olanağı verir. Forward döviz

kurunun hesaplanması, iki ülke parasının, cari değeri ve iki ülkede uygulanan faiz oranları ile de ilgilidir. Bunun için, aşağıdaki formülden yararlanılabilir (Kayahan, 2010: 112).

$$FR = SR \times \frac{1 + (IR_{TRY/USD} \div 360 \times DTM)}{1 + (IR_{USD/TRY} \div 360 \times DTM)}$$

FR=Vadeli işlem oranı (Forward Rate),

SR= Spottaki işlem oranı (Spot Rate),

$IR_{TRY/USD}$ = TRY/USD faiz oranı (TRY/USD interest rate),

$IR_{USD/TRY}$ =USD/TRY faiz oranı (USD/TRY interest rate),

DTM=Vadeye kalan gün sayısı (Days to Maturity)

Forward anlaşmalarda en önemli unsur, gelecekteki forward kurunu doğru tahmin edebilmektir. Çünkü forward anlaşmalardaki en büyük risk karşı taraftan kaynaklanan kredi riskidir ve sizi olumsuz etkileyebilir. Ancak kuru doğru tahmin ederseniz, gelecekteki riskinizi de yönetmiş olursunuz (Kayahan, 2010: 113). Bir örnek ile açıklayacak olursak; 30.09.2015 tarihi itibariyle, Bursa’da faaliyet gösteren borçları TL cinsinden olan ancak sattığı malların karşılığını 3 ay sonra USD olarak alacak olan ihracatçı bir firma, 3 ay sonrası için kur riskini ortadan kaldırmak istemektedir. Buna göre aşağıdaki veriler doğrultusunda ihracatçı için teorik forward satış kuru hesaplayalım;

Spot kur: 2,6575

R_{TL} : % 12 (3 aylık basit), R_{USD} : % 2,5

Vade: 90 gün

$$1+(0,12/360 \times 90)$$

$$FR = 2,6575 \times \frac{1+(0,12/360 \times 90)}{1+(0,025/360 \times 90)} = 2,7202 \text{ TL olacaktır.}$$

$$1+(0,025/360 \times 90)$$

Banka 3 ay vadeli USD satış fiyatını 2,7202 TL olarak belirlemiştir. Bu tutar bankanın müşterisine teklif edebileceği en düşük tutarı göstermektedir. Banka 1 USD=2,7202 tutarının üzerindeki her fiyatı teklif edebilir.

Bankanın 3 ay vadeli USD alış fiyatını aşağıdaki oranları kullanarak hesaplayacak olursak;

Spot kur: 2,5575

R_{TL}: % 10 (3 aylık basit), R_{USD}: % 2,0

Vade: 90 gün

$$1+(0,10/360 \times 90)$$

$$FR = 2,5575 \times \frac{1+(0,10/360 \times 90)}{1+(0,020/360 \times 90)} = 2,6083 \text{ TL olacaktır.}$$

$$1+(0,020/360 \times 90)$$

Bankanın 3 ay vadeli USD alış tekliflerine verebileceği en yüksek rakam 2,6083 TL'dir. Bu tutarın üzerindeki alışlar bankanın kur riskine maruz kalmasına neden olabilir.

	Alış	Satış
Forward Kur	1USD = 2,6083 TL	1 USD = 2,7202 TL

Bulunan forward alış ve satış kurları spot fiyat ve faiz oranlarına göre olması gereken kurlardır. Ancak, spot fiyat ile forward fiyat arasında olması gereken fiyat farkı piyasada oluşan fiyat farkı aynı olmamasından dolayı arbitraj olanağı sağlamaktadır.

2.2.6.2. Faiz Forward Sözleşmeleri (FRA)

Forward Rate Agreement (FRA) yani Forward Faiz Anlaşmaları, türev piyasalarda risk yönetiminde en yaygın kullanılan faiz oranı forward işlemleridir. 1980'li yılların başından itibaren finansal piyasalarda kullanılmaya başlanılmıştır. Faiz Forward anlaşmaları ile taraflar belli tutardaki ana paraya, belli bir süre için uygulanacak faiz oranı üzerinde yapılan anlaşma yaparak oluşturmaktadır. Faiz forward işlemlere taraf olanların amacı, kendilerini ileride oluşabilecek faiz değişimlerine karşı korumaktır. Vade sonuna gelindiğinde ana para el değiştirmezken, bunun yerine taraflardan biri diğerine nakit ödemede bulunur. Ödemenin tutarı, kontratta anlaşılan faiz oranı ile spot piyasadaki faiz oranı arasındaki fark kadardır. Faiz oranları birbiriyle karşılaştırıldıktan sonra taraflardan biri diğerinin aleyhine değişen faiz oranlarından kaynaklı uğradığı zararı giderir (Chambers, 1998: 48).

Faiz forward anlaşmalarının çoğu LIBOR faiz oranlarına göre dizayn edilmektedir. Dalgalı kur oranlarının bankalar arası piyasalarda borçlanma piyasası olarak kabul edilen Londra Bankalar Arası Faiz Oranı (LIBOR) finansal piyasalarda yaygın olarak uygulanan ve önemli bir faiz oranıdır. LIBOR ürünü sadece ABD Doları cinsinden olmayıp, US Libor, Euro Libor, Yen Libor vb para birimi cinsi üzerinden de işlem görmektedir. Faiz forward sözleşmeler, LIBOR oranlarını baz alarak oluşturulan türev ürünlerdir. Örneğin, şuan faiz oranı %0,30 olduğunu düşünelim. Bir yatırımcı 3 ay sonrası için, 50 milyon ABD dolarlık bir faiz forward kontratına girebilir. Alıcı pozisyonunda bulunan yatırımcı kontrat için bu anlaşmada eğer belirtilen kısa vadeli LIBOR faizi %0,30'un üzerinde olursa kâr edebilir. Diğer bir senaryo ise 3 ay sonra, anlaşmada belirtilen 3 ay vadeli LIBOR oranı %0,60'a çıkarsa yatırımcı bu iki faiz farkından kâr elde etme imkânı sağlayabilir. Faiz forward sözleşmelerinde yatırımcıların pozisyonları için uzun pozisyonda olan yatırımcı kısa vadeli LIBOR faizleri arttığında para kazanırken, forward faiz sözleşmelerini satmış olan taraf ise para kaybedecektir (Saltoğlu, 2015: 38-39).

2.2.7. Forward Pozisyonunun Kapatılması

Forward kontratlar, yapısı itibarıyla futures kontratlardan ayıran en önemli özellik forward işlemlerin tezgâhüstü piyasada işlem görmesi olarak adlandırılmaktadır. Forward işlemler taraflar arasında belli bir vade üzerinde anlaşılarak yapıldığı için vade sonunda

gerekli nakit akışının sağlandığı sözleşmelerdir. Bundan dolayı, forward işlemlerin sonlandırılması genel olarak vade sonunda gerçekleştirilmektedir. Forward işlemlerin vadesinden önce kapatılabilmesi için oluşabilecek duruma göre, piyasada sözleşmenin koşullarını kabul edebilecek bir taraf bulabilirse, kontratı piyasada oluşturabileceği zararı ödeyerek vadesinden önce kapatma fırsatı bulabilecektir.

2.3. Futures (Gelecek) Piyasaları

Futures kontrat, forward kontrata benzer biçimde gelecekte belirli bir tarihte, belirli bir fiyattan bir varlığı almak ya da satmak üzere organize borsalarda belirli standartlara uygun olarak yapılan işlemlerdir (Hull, 2012: 7).

Futures sözleşmelerine konu olan malın veya finansal ürünlerin miktarı, niteliği, süresi ve teslim yeri standart olarak tanımlanmıştır. Futures piyasalar, organize borsalar olup futures sözleşmelerin işlem gördüğü belirli üyelik esaslarına dayanmaktadır.

2.3.1. Futures Piyasaların Tarihi Gelişimi

Dünyada futures (vadeli işlem) sözleşmeleri ile ilgili ilk uygulamaya bakıldığında tarımsal mallar üzerine yapıldığı görülmektedir. Yapılan anlaşmalarda, teslimata kadar taraflar arasında herhangi bir mal değişimi yapılmamaktadır. İlk zamanlarda yapılan anlaşmalarda standartlaşma olmadığından, sözleşmenin unsurları taraflar aralarında uzlaşarak tespit etmişlerdir. Zamanla organize bir borsaya ihtiyacın ortaya çıkmasıyla tarımsal ürünlerle ilgili vadeli sözleşmelerin standartlaştırılması için, 1848 yılında Chicago Ticaret Odası (CBT) kurulmuştur. Chicago Ticaret Odası'nın temel amacı, tarımsal ürünlerin vadeli alım satımlar için bir mekan sağlamaktır. Chicago Borsası'nda 1865 yılında futures piyasaların en temel özelliği olan teminat veya marjin sistemi uygulanmaya başlamıştır. Teminat veya marjin sisteminde taraflar, sözleşmenin belli bir yüzdesini teminat olarak yatırmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 265).

Futures piyasasının temelinde piyasalarda oluşan risklerin yönetilmesi vardır. Bir başka deyişle futures piyasada işleme konu olan malların bir risk transferi gerektirecek kadar değişken olması gerekmektedir. Sabit kur sisteminin geçerli olduğu 1971 öncesinde bu tip bir piyasaya gerek yokken, 1972 yılında sabit kur sistemine dayalı Bretton Woods Sistemi'nin çökmesi sonucu dalgalı kur sisteminin doğuşu ile döviz fiyatlarındaki değişimin artması risk transferine ihtiyacın önemini artırmıştır. 1972 yılında Chicago

Ticaret Borsası'nda "International Money Market" yani "Uluslararası Para Pazarı" kurularak bazı yabancı paralar cinsinden futures sözleşmeler alınıp satılmaya başlanmıştır. Futures piyasalarında bu gelişmeler zamanla devam ederek 1976 yılında ilk hazine bonoları ve faiz futures sözleşmeleri işlem görmeye başlamıştır. 1982 yılında Kansas Ticaret Odası bünyesinde ilk defa 1700 hisse senedine dayalı olarak işleme açılan "Value Line" adını taşıyan ilk endeks futures sözleşmesi geliştirmiştir.

Özellikle son yıllarda gelişen finansal enstrümanlar ile birlikte marjin sistemindeki kaldıraç etkisiyle yüksek getiri potansiyeli ve risk potansiyeli nedeniyle futures piyasalar spekülâtorler tarafından büyük ilgi çekmektedir. Dünya'da önemli türev piyasalar ABD'de Chicago Board of Trades, CME, NYMEX olarak göze çarpmaktadır.

2.3.2. Futures Sözleşmelerin Türleri

Tarihte ilk vadeli işlemlerin oluşturulma amaçlarını göz önüne aldığımızda, öncelikle mal veya emtiaya dayalı sözleşmelerin işleme konulduğu görülmektedir. Vadeli işlem piyasalarının önemli katılımcılarından biri olan spekülâtorler ve arbitrajcılar kaldıraç etkisi avantajı sayesinde yüksek kazançlar elde etmeleri zamanla türev piyasalarda yeni türev ürünlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Zamanla finansal piyasalarda meydana gelen risklerden dolayı vadeli piyasalarda yeni türev enstrümanlar ortaya çıkmaktadır. Genel olarak dayanak varlık bazında; para, faiz oranları, değerli madenler, tarımsal ürünler ve canlı hayvanlar, dünya ekonomilerini ciddi anlamda etkilemektedir. Futures sözleşmeleri dayandığı varlığın niteliğine göre finansal ve emtia futures sözleşmeleri şeklinde iki ana başlıkta sıralayabiliriz (Çiçek, 2012: 28-29).

2.3.2.1. Finansal Futures Sözleşmeleri

Finansal futures sözleşmeleri genel olarak; döviz futures sözleşmeleri, faiz futures sözleşmeleri ve endeks futures sözleşmeleri şeklinde sınıflandırılabilir.

2.3.2.1.1. Döviz Futures Sözleşmeleri

1970'lerden sonra finansal sistemde meydana gelen değişimle dalgalı kur sistemine geçilmiştir. Bu gelişmeler ile birlikte piyasada kur riski olgusu oluşmaya başlamış yatırımcılar için riskten korunma piyasaları olarak bilinen türev piyasalar önem kazanmıştır. Döviz futures sözleşmeleri, bu riskleri kontrol etmek amacıyla iki taraf arasında gelecekte belirlenen bir zamanda belirli bir tutardaki bir yabancı para, yine belirli bir tutar-

daki bir başka paraya çevirilerek üzerinde anlaşılan fiyattan teslim edilmesi veya alınması yükümlülüğüdür. Bretton Woods Sistemi'nin çöküşüyle sabit döviz kuru rejiminden vazgeçilip dalgalı kur rejimine geçilmesiyle döviz arz ve talebiyle piyasanın tarafları olan finansal ve reel sektör kuruluşları kur riski olgusu ile karşı karşıya kalmışlardır. Türev piyasalar, yatırımcıların kur riskini etkin bir şekilde yönetebilmeleri ve döviz fiyatlarında meydana gelen aşırı dalgalanmalara karşı piyasa kuralları çerçevesinde denetlenmesinde büyük önem taşımaktadır (İstanbul Ticaret Odası, 2006: 47). Döviz futures sözleşmeleri, özellikle dış ticaret işlemlerinden kaynaklanan kur riskinin yönetilmesi ihtiyacı ile kullanılmaktadır.

Döviz futures sözleşmeleri organize borsalarda belli standartlar çerçevesinde işlem görmektedir. Alıcı piyasada pozisyon alırken uzun pozisyon satıcı ise kısa pozisyon konumundadır. Alıcı ve satıcı sözleşmenin fiyatı üzerinde anlaşmaktadır. Vade sonuna kadar günlük hesaplaşma ve teminatlandırma güncel olarak yapılmaktadır. Döviz futures sözleşmeler, kaldıraç etkisi ile küçük miktarda teminatlandırma ile büyük pozisyonlar olarak yatırım maliyetlerinin düşmesine imkân sağlamaktadır. Örneğin; kur riski ile karşı karşıya olan bir işletme, ileri bir tarihte dövizle ödemesi olan kurda meydana gelebilecek yükselme riskine karşılık, döviz gelecek sözleşmesi alabilir. Diğer bir senaryo döviz alacağı olan bir işletme kurda meydana gelebilecek kur düşüşlerinden korunma amacıyla gelecek sözleşmesi satabilir.

2.3.2.1.2. Faiz Futures sözleşmeleri

Faiz futures sözleşmeleri, fiyatı yalnızca belirli bir faize dayanan bir menkul değer üzerine yapılan vadeli bir sözleşmedir.

Faiz oranlarında meydana gelen değişimler sonucu geleceğin belirsiz olması hem piyasa katılımcıları, hemde ülkelerin geleceğini olumsuz yönde etkilemektedir. Bu olumsuzluklara karşı türev piyasaların faiz riskini yönetme konusunda faiz futures sözleşmelerini piyasaya sunmaktadır. Faiz futures sözleşmelerindeki amaç, piyasada meydana gelebilecek faiz hareketlerinden kaynaklı riskleri yönetmenin yanında faiz oranlarındaki düşüş ve yükselmelerden faydalanarak spekülasyon amaçlı kazanç elde etmektir (Çiçek, 2012: 31).

1972 yılında değişen finansal sistem ile birlikte özellikle mali kesim için oluşan risklere karşı CBOT'da faiz oranları üzerine sözleşmeler hazırlanmıştır. Faiz oranına dayalı ilk

sözleşme 20 Ekim 1975 tarihinde CBOT'da % 8 faiz üzerine ve doğrudan geçişli GNMAC sertifikaları işleme açılmıştır (İstanbul Ticaret Odası, 2006: 59).

2.3.2.1.3. Borsa Endeks Futures Sözleşmeleri

Menkul kıymet pazar endeksine dayalı olarak hazırlanan vadeli işlem sözleşmeleri olarak bilinen endeks futures sözleşmeleri, borsa endeksi üzerine yazılan bir kontrattır. Borsa endeks futures sözleşmelerinin en önemli özelliği pozisyonun kapatılması için teslimat işleminin yapılmayıdır. Bunun nedeni endeks bir varlık değildir. Vade sonunda pozisyonlar kapatıldığında endeks değerine göre ödeme yapılır. Endeks futures sözleşmeleri ile yatırımcılar hisse senetleri piyasasında uğrayabilecekleri risklere karşı vadeli işlem sözleşmeleri ile korunmaktadırlar. Aynı zamanda endeks futures sözleşmeleri spekülasyon amaçlı işlemler için yapılması mümkündür (Chambers, 1998: 24).

Tarihte ilk endeks vadeli işlem sözleşmesi üzerine yapılan işlem 1982 yılında Kansas Ticaret Borsası tarafından 1700 hisseyi içinde bulunduran “Value Line” bileşik endeksi üzerine yapılmıştır.

2.3.2.2. Emtia Futures Sözleşmeleri

Emtia futures sözleşmeleri; tarımsal futures sözleşmeleri, enerji futures sözleşmeleri ve değerli maden futures sözleşmeleri şeklinde üç alt gruba ayrılmaktadır.

2.3.2.2.1. Tarımsal Futures Sözleşmeleri

Vadeli işlem sözleşmelerinin ortaya çıkmasındaki temel etken, tarımsal ürünlerde meydana gelen fiyat değişimleridir. Futures piyasaların önemli katılımcılarından biri olan çiftçiler, tarımsal ürünler ve hammadde olarak kullanılan ürünler üzerine yeni sözleşmeler geliştirmiştir. Tarımsal ürünlerin çok olması sözleşmelere konu olan dayanak varlığın zengin olması ürün sayısını ve sözleşme çeşidini artırmaktadır. Örneğin; pirinç, buğday, mısır, yulaf, soya fasulyesi ve buna benzer tahıllar üzerine sözleşmeler yazılmaktadır. Bunun yanında canlı hayvanlar üzerine sözleşmeler de bulunmaktadır. Zamanla piyasaların ihtiyaç duyduğu birçok tarımsal ürün geliştirilmiş; kakao, kahve, portakal suyu, şeker gibi birçok gıda maddesi üzerine sözleşmeler düzenlenmiştir. Piyasadaki üreticilerin hammadde talebi olan ürünler üzerine; pamuk, yün, kereste üzerine yazılı futures sözleşmeleri de işlem görmektedir (Yalama ve Coşkun, 2013: 49). Vadeli işlem piyasalarında tarımsal ürünlerin yaygın olarak işlem gördüğü borasalar ABD’de bulunan NYSE Intercontinental Exchange (ICE), CBOT ve NYSE Euronext piyasalarıdır.

2.3.2.2.2. Enerji Futures Sözleşmeleri

1973 yılında meydana gelen petrol krizinden sonra petrol fiyatlarında oluşabilecek dalgalanma aşırı derecede artış ve değişken bir yapıya kavuşmuştur. Petrol fiyatlarında istikrarsızlık petrol ve petrol ürünleri enerji futures piyasasının gelişmesine öncülük etmektedir. Vadeli piyasalarda işlem gören enerji futures sözleşmeleri arasında ham petrol üzerine düzenlenen sözleşmeler yaygın olarak kullanılmaktadır. Enerji ürünlerine dayalı en önemli borsa (New York Mercantile Exchange-NYMEX) New York Ticaret Borsası'dır. Spot piyasada işlem gören ham petrol fiyatlarının şekillenmesinde New York Ticaret Borsası'nda gerçekleştirilen işlemler önemli rol oynamaktadır (Çiçek, 2012: 30). Petrol üzerine ilk vadeli işlem sözleşmesi 1978 yılında yapılmıştır.

2.3.2.2.3. Değerli Maden Futures Sözleşmeleri

Futures sözleşmelerine konu olan madenler genellikle altın, gümüş, paladyum ve bakırdır. Altın, insanlık tarihinde en eski yatırım araçlarından olmakla beraber büyük bir önem ve değere sahip mücevherat yapımında kullanılan kıymetli bir metaldir. Altın ve gümüş finans sisteminde değerli maden olmalarından dolayı farklı bir koşulda işlem görmektedir. Altın ve gümüş üzerine hazırlanan vadeli işlem sözleşmeleri makro etkilerden; enflasyon, uluslararası politikalar, dünya ekonomisi gibi faktörlerden etkilenmektedir. Değerli madenlerin fiyat oynaklıklarından kaynaklanan risklerin kontrol altına alınması için futures sözleşmeler ile sağlanabilmektedir (Yalama ve Coşkun, 2013: 50).

2.3.3. Futures (Vadeli İşlem) Sözleşmelerin Özellikleri

Futures sözleşmelerin temel özellikleri aşağıdaki gibi açıklanabilir (Karan, 2011: 582);

- Futures sözleşmeleri standartlaştırılmıştır; yalnızca fiyat pazarlığı söz konusudur. Örneğin ham petrol vadeli işlem sözleşmeleri ham petrolün miktarı, kalitesi, teslim tarihi ve teslim yeri itibarıyla tek tip olarak belirlenmiştir.
- Standartlaşmış olduğu için futures sözleşmeleri, genellikle daha likittir. Bir sözleşmede uzun olan taraf, teslim tarihine kadar her an aynı mal için aynı teslim tarihli sözleşme satarak yükümlükten kendini kurtarabilir. Böylece Aralık 2012 ham petrol futures sözleşmesinde uzun pozisyondaysanız, pozisyonunuzu Aralık 2012 ham petrol futures sözleşmesi satarak kapatabilirsiniz.
- Vadeli işlem işlemcilerinin bu konuda bir yükümlülük riski olmayacaktır. Bir vadeli işlem fiyatı üzerinde anlaşmaya varıldığında ve vadeli işlem sona

erdiğinde, takas odası taraflar adına riski üstlenerek gerek alıcı, gerek satıcı tarafın karşı tarafı haline gelir.

- Vadeli işlem pozisyonlarının büyük bir çoğunluğu eninde sonunda kapanır. Yalnızca % 1-5 arası kadar küçük bir oranında malın teslimi gerçekleşir. Ayrıca bir çok borsada bazı vadeli işlem sözleşmelerinde sözleşmenin son gününde mal teslimi yerine nakit ödeme esastır.
- Vadeli sözleşmelerde başlangıç ödemesi (marjı) ve nakit akışının zamanlaması farklıdır. Vadeli sözleşmeleri satın alanlar ve satanlar başlangıçta marj öderler. Daha sonra her gün vade sonu fiyatındaki değişimlere göre ya para öder, ya da para alırlar. Bu günlük “marking to market“ denilmektedir.
- Futures sözleşmelerinde aşırı fiyat artışını engellemek amacıyla günlük belli sınırlar belirleyerek maksimum fiyat oluşumu sağlanmıştır (Karapınar, vd. , 2011: 512).

2.3.4. Futures Sözleşmelerinin Yararları

Futures sözleşmelerinin yararları aşağıdaki gibi açıklanabilir.

- Fiyatların oluşumunda geniş bir katılım olduğundan, gerçekçi bir fiyat oluşumu sağlanır.
- Fiyatların geleceğe yönelik olarak belirlenmesi sayesinde sağlıklı veri elde edilmesi mümkün olur.
- Katılımcılar, işlemlerini borsa bağlantılı takas merkezi güvencesi ile gerçekleştirirler.
- Futures sözleşmeler, piyasa katılımcılarına fiyatların keşfi hakkında yol göstererek risk ve stok yönetimi konusunda yön vermelerini sağlar.
- Futures sözleşmeler, piyasa katılımcıları için en önemli avantajı kaldıraç etkisi ile spot piyasaya oranla daha düşük miktarda teminat ile pozisyon alarak işlem yapma fırsatına sahiptir.

2.3.5. Futures Sözleşmelerin Riskleri

Futures sözleşmelerinde meydana gelen riskler şunlardır (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 271);

1.Temel Risk: Riski kontrol etmek amacıyla satın alınan finansal enstrümanın fiyatı futures piyasalarda alınan ve satılan sözleşmelerle aynı yönde olmayabilir. Bundan dolayı temel risk oluşur.

2.Sözleşme Riski: Sözleşmenin eksik veya hatalı olduğu durumlarda meydana gelen risktir.

3.Manipülasyon Riski: Piyasalarda meydana gelen büyük değişimlerden kaynaklı risk türüdür. Futures piyasaların organize oluşu ve futures borsalarındaki kurallar sayesinde manipülasyon riski belirli oranlarda azaltılmıştır.

4.Marjin Riski: Gelecekte oluşabilecek fiyatların negatif yönlü hareket etmesi durumunda başlangıç marjinini muhafaza etme riskidir. Ancak bu riskin çok yüksek olduğu söylenemez.

2.3.6. Futures Sözleşmelerin Yapılma Amaçları

Futures sözleşmeleri yapılma amaçlarını incelediğimizde üç amaç için yapıldığını görmekteyiz;

1.Korunma Amaçlı işlemler: Futures piyasalar risk transferinin yapıldığı piyasalardır. Spot piyasada mevcut pozisyona sahip olup piyasada meydana gelen dalgalanmalardan kaynaklı fiyat riskini minimize etmek amacıyla korunmak isteyen yatırımcıların gelecekteki fiyatı sabitlemek amacıyla futures piyasalarda pozisyon alarak riskten korunma işlemidir.

Örneğin; İhracatçılar veya ithalatçılar USD cinsinden VİOP'ta futures sözleşme satın alarak alacaklarının veya borçlarının değerini TL cisinden sabitleyerek kur riskine karşı korunabilir. VİOP'ta pozisyon alarak kur riskine karşı korunmuş oluruz

Spot piyasadaki emtia riskini transfer etmek için bir örnek verelim. Örneğin; demir çelik üzerine üretim yaptığımızı düşünelim, piyasada çelik hurdasına dayalı fiyatlarda meydana gelebilecek dalgalanmalara karşı VİOP'ta çelik hurdasına dayalı vadeli işlem sözleşmesini belirlediğimiz fiyattan satarak fiyatlardaki iniş çıkışlardan korunmuş oluruz.

2.Spekülasyon Amaçlı İşlemler: Spekülasyon amaçlı işlemler piyasada oluşabilecek fiyat hareketlerinden kazanç sağlamak vadeli işlemler piyasasındaki kaldıraç etkisiyle kazanç sağlamaktır (Kayacan ve Çayıroğlu, 2011: 86).

3.Arbitraj Amaçlı İşlemler: Eş zamanlı olarak farklı mekanlarda işlem gören vadeli piyasa ile spot piyasada işlem gören sözleşmelerinin piyasalar arasındaki fiyat farklılıklarından riske girmeden kaynaklı kâr elde edilmesidir. Arbitraj işlemlerini spekülasyon işlemlerinden ayıran temel özellik arbitraj işleminin risksiz oluşudur.

2.3.7. Futures ve Forward Sözleşmeleri Arasındaki Temel Farklar

Forward ve futures sözleşmeler temel olarak birbirine benzeseler de aşağıdaki gibi farklılık göstermektedir (Büker, vd. , 2009: 496).

- Forward piyasada yer ve tarih iki taraf arasında serbestçe belirlenir, futures piyasalarda ise, teslimat günleri ve yerleri standarttır.
- Forward piyasada ticaretin asıl amacı teslimatken futures piyasada ise asıl amaç pozisyon sahibi pozisyonunu kapatmak için vade sonunu beklemek zorunda değildir.
- Forward piyasada miktar pazarlığa tabiyken, futures piyasada miktar sabittir.
- Futures işlemler, standartlaştırılmış işlemler olup, organize bir borsada, borsa üyeleri aracılığı ile belirli kurallar çerçevesinde yapılmaktadır. Forward işlemler için organize bir borsa olması gerekli değildir.
- Forward işlemler, taraflar arasında şartları belirlenip yapıldığı için fiyat oluşumu şeffaf değildir. Organize borsalarda işlem gören futures piyasaları halka açık işlem görmesi şeffaf bir fiyat oluşumu sağlamaktadır.
- Teminatlandırma açısından baktığımızda forward işlemler teminata tabi değilken futures sözleşmeler için teminat yatırma zorunluluğu mevcuttur.

2.3.8. Vadeli İşlem (Futures) Borsalarında Taraflar

Vadeli işlem borsalarında faaliyet gösteren taraflar görevleri açısından borsa, takas kurumu, aracı kurumlar, piyasa katılımcıları ve denetleyici kurumlar olmak üzere beş gruptan oluşur.

Borsa

Borsaların piyasadaki fonksiyonları şu şekildedir (VOB, 2008: 25-26):

- Gün sonunda oluşan fiyat oluşumları ve yapılan işlemler ile ilgili bilgileri, verileri güncellemek ve yayınlamaktır,
- İşleme konu olan sözleşmeleri düzenlemek,
- Aracı üyeleri belirlemek,
- Sözleşmelere ilişkin fiyat değişimleri sonucu uygulanacak başlangıç ve sürdürme teminatı oranlarını belirlemek,
- Piyasada işlem gören sözleşmelerin işleyişi hakkında kanun ve genel yönetmeliklere uygun olarak gerekli düzenlemeler yapmak,
- Borsada oluşabilecek olumsuz durumlara karşı tedbir almak ve bunun sonucunda gerekli yaptırımları uygulamak.

Takas Kurumu

Her futures piyasasında bir takas kurumu vardır. Takas Kurumu bir bağımsız kuruluş olup, üyeleri bireysel yatırımcılar ve firmalardan oluşmaktadır. Borsa içinde bir birim oluşturabileceği gibi borsa dışında borsa tarafından kurulmuş bağımsız kurum da olabilir. Takas kurumu merkezi karşı taraf hizmeti verirken borsada alıcıya satıcı adına güven verir, satıcıya da alıcı adına güvence verir. Aynı zamanda takas kurumu riski üstlenme işleviyle pazara güven ve akışkanlık kazandırmaktadır. Taraflar arasında gerçekleşen işlemler sonucu karşı tarafın ödememe riski ve teslimat riski konusunda oluşan yükümlülüklerin zamanında yapılmasını sağlayan ve risklerin takibi, kontrolü ve teminatların tesisini sağlamakla görevli merkezdir. (Chambers, 1998: 12-13). Sonuç olarak takas kurumu futures piyasalarda riskin transfer edilmesinde en önemli unsurlardan biridir.

Aracı Kurumlar

Türev ürünlerin alım satımına aracılık faaliyeti yapan aracı kurumlar, sözleşmelere konu olan dayanak varlığın türev piyasalarda alım satımına aracılık sıfatıyla alım satımını ifade etmektedir. Aracılık faaliyetleri için bir takım şartlar bulunmaktadır. Bunlar;

- Aracı kurumlar aracılık faaliyetlerinde bulunabilmeleri için yetki belgesine sahip olmaları gerekmektedir.
- Türev araçlar lisans belgesine sahip bir yetkilinin ve bunun yanında müşteri temsilcisi, muhasebe operasyon sorumluları bulunmalıdır.

- Teknolojik bir ortamın oluşturulması ile yatırımcıları gün sonunda teminat hesaplandırma mekanizmasının kurulması müşterilerin bilgilendirilmesi gerekmektedir.

Denetleyici Kurumlar

Vadeli işlem borsalarında yapılan işlemler ve oluşan fiyatların sağlıklı işleyebilmesi için organize borsada yapılan işlemler denetime tabidir.

Denetleyici kurumların temel görevleri;

- Piyasadaki yatırımcılar için korunma ve gözetiminin sağlanması,
- Olağan dışı fiyat oluşumları ile manipülasyon riskinin önlenmesidir.

2.3.9. Futures Piyasaların İşleyişi

Futures sözleşmeler, organize borsalarda işlem gören standart sözleşmelerdir. Futures piyasalarının kendine özgü çalışma şekilleri vardır. Futures piyasalarında işlemcilerden birisi futures komisyoncuları diğeri ise seans işlemcileridir. Futures sözleşmesi satın almak veya satmak isteyen kişiler, futures komisyoncularında bir hesap açtırmak zorundadır. Futures komisyoncuları, müşterilerden gerekli teminatları ve paraları almakta, hesapları tutmakta ve raporlamaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 278).

2.3.10. Futures Piyasalarında Teminatlandırma

Futures piyasalarında pozisyon alabilmek ve alım satım işlemleri için hem alıcı hem satıcı, sözleşme fiyatının belirli bir oranını teminat olarak aracı kuruma yatırma zorunluluğu mevcuttur. Futures piyasalarında teminatlandırma işleminin temel amacı sözleşmenin taraflarının yükümlülüklerini yerine getirmeme riskini ortadan kaldırmaktır. Vade tarihi geldiğinde taraflar arasında önemli bir nakit değişimine ihtiyaç duyulabilir. Yükümlülük sahibi olan tarafın hesabında yeterli miktarda nakit olmaması durumunda vadeli işlem gerçekleşmeyecektir. Ancak, takas merkezi tarafından alınan teminat ve zamanla güncellenen bir nakit ve nakde çevirilebilecek teminatlar futures işlemleri güvenli ve kolayca gerçekleşebilir. Futures piyasalarında bulunan teminat yapısını incelediğimizde üç temel teminat yapısı mevcut olduğu görülmektedir. Bunlar başlangıç teminatı, sürdürme teminatı ve teminat çağrısıdır (Saltoğlu, 2015: 45).

2.3.10.1. Başlangıç Teminatı

Futures sözleşmelerinde uzun veya kısa pozisyon almak isteyen yatırımcıların, borsa tarafından belirlenen ve zamanla güncellenen başlangıç teminatı oranını yatırımları gerekmektedir. Yatırımcılar tarafından nakdi olarak ödenecek teminatlar aracı kurumlarca alınarak daha sonra takas merkezine devredilir. Başlangıç teminatı futures sözleşmelerin günlük fiyat hareketliliğine göre değişmektedir. Teminat oranları ile ilgili olarak başlangıçta alınan teminat oranının çok yüksek olması durumunda futures piyasalara olan ilgiyi azaltabilir. Teminat oranının çok düşük hesaplanması durumunda ise, temerrüt riski oluşmasına neden olma ihtimali meydana gelebilir. Fakat, futures piyasalarının ve dayanak varlık fiyatlarının çok oynak olduğu dönemlerde artırılabilir.

2.3.10.2. Sürdürme Teminatı

Futures piyasalarında işlem gören sözleşmelerin zamanla fiyat değişimleri sonucunda başlangıç teminatı yeterli olmayabilir. Sürdürme teminatı, yapılan işlemler sonucu oluşan fiyat değişimleri sonucunda oluşan zarar sonucu olumsuz yönde etkilenen yatırımcının bakiyesinin düşebileceği en düşük seviyeyi gösterir. Piyasalardaki fiyat hareketleri sonucu oluşan değişimler alıcının lehine geliyorsa, alıcının teminat hesabı başlangıç teminatından elde edilen kâr kadar artırılırken, satıcının teminat hesabı başlangıç teminatından uğranılan zarar kadar azaltılır. Fakat fiyat değişimleri satıcı lehine geliyorsa tam tersi yapılır. Günlük fiyat oluşumları sonucu belli bir seviyeye kadar gerilemesine izin verilir. Pozisyonun zarar etmesi sonucu aracı kurum tarafından teminat hesabının belli bir tutara kadar azalmasına, yatırımcıdan istemeden teminatın tamamlanmasına izin verebilir. Bu sınıra sürdürme teminatı denir. Genellikle Başlangıç teminatı futures kontratın %25'ten daha fazla değer kaybetmesini önleyici bir sistem ile çalışmaktadır. Sürdürme teminatı ise, başlangıç teminatının %75'lik kısmına denk gelmektedir. Futures piyasalarında işlem gören sözleşmelerin kâr ve zararları her gün sonunda hesaplanır. Futures piyasalarda meydana gelen işlemler sonucu teminat değerlerinin vadeli ürün fiyatı ile sürekli gün sonunda güncellenmesi değerlendirilmesi işlemine "piyasa fiyatına göre değerlendirme" (mark-to-market) adı verilir.

2.3.10.3. Teminat Tamamlama Çağrısı (Margin Call)

Futures işlemde, portföy değerinin sürdürme teminatı değerinin altına düşmesi durumunda teminat çağrısı gerçekleştirilir. Aracı kurum müşteriye belirli bir miktar nakdin

teminat hesabına yatırılarak başlangıç teminatı seviyesine getirilmesini için çağrıda bulunur. Müşteriden istenen bu nakit teminatı tamamlama işlemine “teminat çağrısı“ adı verilir. Yatırımcı teminat tamamlama çağrısı işlemini gerçekleştirmezse aracı kurum yatırımcının hesabını başka bir müşteriye satabilir.

2.3.10.4. Futures Piyasalarda Teminatlandırma Uzun Pozisyon ve Kısa Pozisyon

Futures piyasalarında yatırımcılara fazla zarara uğramaları ve paniği önlemek için, sözleşmelerde azami fiyat değişikliği sınırı getirilmiştir. Fiyat değişiklikleri borsa tarafından belirlenmektedir. Yatırımcının piyasada alacağı uzun ve kısa pozisyona göre teminatlandırma işlemini inceleyecek olursak;

Futures Piyasalarda Uzun Pozisyon

Futures piyasalarda uzun pozisyonun bir diğer adı malcı pozisyon olarak adlandırılmaktadır. Uzun pozisyon, kişilerin vadeli işlem piyasalarında sözleşme almaları, aktiflerinde bir varlığı tutma durumudur. Yatırımcı uzun pozisyon durumunda yatırım aracının fiyatı artarsa, bu yatırım aracını elinde tutarak kâr elde eder. Tam tersi durumda ise, aldığı pozisyonun sonucu olarak zarar eder. Uzun pozisyon almak kişinin fiyat artışı riskine karşı korunmasını sağlayacaktır (Yalçınar, 2008: 266).

Futures piyasalarda teminat mekanizması ve teminat çağrısının gelişimini örnek ile gösterilecektir. Gelecekte fiyatların yükseleceği beklentisiyle pozisyon alan taraf futures piyasalarda uzun pozisyon almıştır. Örneğin, gelecekte oluşabilecek kur riskine karşı yatırımcı borsada döviz futures kontrat satın alarak pozisyon almıştır. VİOP'ta 3 ay vadeli döviz futures kontrat için gerekli olan başlangıç teminatını yatırarak satın aldığını ve bu süreçte yatırımcının kâr/zarar ve teminat gelişimini inceleyelim (Saltoğlu, 2015: 47-48). Döviz kontratını 2,50 TL'den satın alan yatırımcı 100.000 \$ (250.000 TL'lik) değerinde kontrat için uzun pozisyona girmiştir. Bu teminata girebilme şartı olarak kontrat değerinin %10'luk kısmına denk gelen 25.000 TL başlangıç teminatını aracı kuruma yatırarak futures pozisyon oluşturulur. Örneğimiz için sürdürme teminatının %75 olduğunu varsayarak işlemlerimizi gerçekleştirecek olursak 18.750 TL'ye denk gelmektedir. Yatırımcı, uzun pozisyon konumuna geçerek, kurun yükseleceği yönünde beklentisi olduğu görülmektedir. Yatırımcının 6 günlük futres piyasada ki kur hareketlerine göre kayıp kazanç hareketlerini incelediğimizde pozisyon alındıktan bir gün sonra vadeli fiyatın 2,55 seviyesine geldiğini gün sonunda hesabımızda oluşan kâr miktarı

5.000 TL olarak gerçekleşmiştir. Üçüncü gün kurda meydana gelen düşüş ile birlikte teminat hesabında 2.000 TL'lik bir kayıp meydana gelmiştir. Dördüncü gün kurda meydana gelen düşme eğilimi devam etmiş, bunun sonucunda 8.000 TL'lik kayıp meydana gelmiştir. Teminat hesabındaki para ise 20.000 TL'ye inmiştir. Beşinci gün sonunda kurda meydana gelen düşüşün etkisi devam etmiş ve 5.000 TL'lik kayıp meydana gelmiştir. Teminat hesabı 15.000 TL'ye düşmüş bu tutar sürdürme teminatının altına düşmüştür. Futures piyasaların en temel özelliği olan teminat değerinin sürdürme teminatının altında kalma imkânı olmamasından dolayı, takas merkezi teminat tamamlama çağrısı (margin call) yaparak pozisyonun güncellenerek başlangıç teminatı seviyesine çıkarılmasını istemektedir. Yatırımcı aracı kuruma nakdi olarak $25.000 - 15.000 = 10.000$ TL'yi yatırarak hesabının aracı kurum tarafından başka bir yatırımcıya devredilmesini önleyecektir. Teminat tamamlama işlemi yapılmaması durumunda ise pozisyon 10.000 TL zarar ile kapatılacaktır. Uzun pozisyon alan yatırımcının teminatlarının gün sonunda fiyatlara göre oluşumu Tablo 7'de gösterilmiştir.

Tablo 7: Piyasa Fiyatı ve Futures Teminatlandırma (Uzun Pozisyon)

	Vadeli Fiyat	Futures Pozisyon	Teminat Hesabı	Kayıp-Kazanç	Teminat Çağrısı
1.gün	2,50	250.000	25.000	0,00	-
2.gün	2,55	255.000	30.000	5.000	-
3.gün	2,53	253.000	28.000	-2.000	-
4.gün	2,45	245.000	20.000	-8.000	-
5.gün	2,40	240.000	15.000	-5.000	10.000
6.gün	2,57	257.000	32.000	17.000	

Futures Piyasalarda Kısa Pozisyon

Kısa pozisyon olarak korunmak isteyenler, gelecekte spot mal satış niyet veya yükümlülüğünde olan ve fiyat düşüşlerine karşı kendini korumak için önce futures pozisyonu satan ve daha sonra spot piyasada mal satarken elindeki futures pozisyonlarını

(short) futures kontratı satın alarak kapatan kişilerdir (Erol, 1999: 46). Kısa pozisyon almak uzun pozisyon almanın tam tersidir.

Döviz futures sözleşmelerinde kısa pozisyon alan yatırımcı fiyatların düşeceğini tahmin ederek piyasadaki konumunu belirlemiştir. Kısa pozisyon alan taraf satış yapan konumundadır. Kısa pozisyon sahibi yatırımcının kâr elde ettiği bir yerde uzun pozisyon sahibi olan yatırımcı zararlı konumdadır. Bir başka deyişle futures işlemlerde uzun ve kısa pozisyon alan tarafların risk ve getirilerinin birbirini netleştirdiğini düşünebiliriz. Kısa pozisyon alan yatırımcının teminatlarının gün sonunda fiyatlara göre oluşumu Tablo 8’de gösterilmiştir. (Saltoğlu, 2015: 49);

Tablo 8: Piyasa Fiyatı ve Futures Teminatlandırma (Kısa Pozisyon)

	Vadeli Fiyat	Futures Pozisyon	Teminat Hesabı	Kayıp-Kazanç	Teminat Çağrısı
1.gün	2,50	250.000	25.000	0,00	-
2.gün	2,55	255.000	20.000	-5.000	-
3.gün	2,53	253.000	22.000	2.000	-
4.gün	2,45	245.000	30.000	8.000	-
5.gün	2,40	240.000	35.000	5.000	-
6.gün	2,57	257.000	18.000	-17.000	7.000

Tablo 8’de bir örnek olay ele alarak kısa pozisyonlu futures sözleşmeye sahip olan yatırımcının teminatlandırma aşamaları incelenmiştir. Futures sözleşmelerinde kısa pozisyon alan yatırımcının vade sonuna kadar fiyat oluşumu ve teminatlandırma sürecinde Dolar/TL satan yatırımcının kontrat değeri 250.000 TL olacağı gibi teminat tutarı da 25.000 TL olacaktır. Kurun 2,55 olması durumunda yatırımcının satma yükümlülüğü 2,50 olduğu için bu pozisyon için 5.000 TL zarar oluşacaktır. Oluşan bu olumsuz gelişme yatırımcının teminat hesabına yansıtacaktır. Üçüncü vadeli kur seviyesi 2,53’ten kapanması sonucu kısa pozisyon alan yatırımcının azalan teminat seviyesi biraz yükselecektir. Teminat seviyesi 2.000 TL artarak 22.000 TL’ye

yükselmiştir. Aynı şekilde devam eden kur seviyeleri daha sonraki günlerde kurlarda oluşan düşme ile birlikte 2,45 ve 2,40 seviyelerine düşerek yatırımcının teminat seviyesini önce 8.000 TL sonra da 5.000 TL artırarak teminat seviyesini 35.000 TL'ye yükseltecektir. Altıncı gün sonunda 2,57'ye yükselmesi sonucu kısa pozisyon alan yatırımcının teminat seviyesi 17.000 TL azalarak 18.000 TL'ye düşmüştür. Bu seviye başlangıç teminatı olan 18.750 TL'nin altına düşmüştür. Bu durumda takas merkezi yatırımcıya teminat tamamlama çağrısı (margin call) yapacaktır. Yatırımcının teminat çağrısına uymaması durumunda aracı kurum yatırımcının sözleşmesini kapatacaktır. Bunun sonucunda yatırımcı zararla karşılaşmış olacaktır. Sözleşmesine devam etmek isteyen yatırımcı ise, 7.000 TL nakdi olarak yatırarak başlangıç teminatı seviyesine yükselterek yatırımını vade sonuna kadar koruyacaktır. Yatırımcı ilerleyen zamanlarda vadeli kur seviyesinin 2,49 olması durumunda elindeki spesifik kontratta uzun pozisyon olarak pozisyonunu kâr elde ederek kapatabilir.

2.3.11. Futures piyasalarda Pozisyon Kapatma

Futures sözleşmelerde pozisyonun kapatılması fiziki teslimat, nakdi teslimat ve ters işlemle kapatılması olmak üzere üç yöntem ile yapılmaktadır.

Futures sözleşmelerde işleme konu olan dayanak varlığın fiziki teslimi sonucu kapatılabilmektedir. Ancak, futures piyasalarda fiziki teslimat çok yaygın olarak kullanılmamaktadır. Bunun nedeni yatırımcılar için taşıma, sigorta, depolama gibi ek maliyet unsurları söz konusu olmaktadır. Borsa tarafından teslim işleminin ne zaman yapılacağı belirlenmektedir (Yalama ve Coşkun, 2013: 46).

Nakdi teslimat, futures pozisyonların kapatılmasında en yeni uygulamadır. Fiziki teslimat izin verilmeyen bazı sözleşmeler örneğin endeks futures gibi, borsa ilkeleri ile nakden kapatılmaktadır.

Futures piyasalarında yatırımcı taraf olduğu pozisyonu vade sonuna kadar korumak zorunda değildir. Futures kontratlarına sahip yatırımcılar, bu kontratları vadesinden önce satmak ya da vadeye kadar bekleyip, vade sonunda varlığı almak zorundadır. Futures sözleşmelerinde ters pozisyon satın alarak işlem kapatılır. Futures sözleşmesinde pozisyonunda olan taraf pozisyonu kapatmak isterse, aynı sözleşmeden bir tane satarak pozisyonunu kapatmış olur. Aynı şekilde, bir futures sözleşmesine satıcı olarak taraf olmuş bir

kişi, vade tarihi aynı olan ikiz bir kontrat satarsa pozisyonu kapatmış olur. Pozisyonu kapatan tarafın marjin hesabı tutmasına gerek yoktur (Apak ve Uyar, 2011: 39).

2.3.12. Futures Piyasalarında Teminatların Kaldıraç Etkisi

Futures piyasalar ile spot piyasaları ayıran en önemli özellik olan kaldıraç etkisidir. Başlangıç teminatı olarak adlandırılan ve işlemin tutarının çok az bir kısmına denk gelen bir tutarın yatırılması yeterlidir. Futures işlem piyasalarının bu özelliğine teminatların kaldıraç etkisi olarak adlandırılmaktadır.

Örneğin, spot piyasada Dolar/Türk Lirası kurunun 2,50 TL olduğunu düşünelim, cari kura göre alabileceğimiz 50 bin dolar değerindeki pozisyon için elimizde bulundurmanız gereken tutar 125.000 Türk Lirası olmak durumundadır. Ancak aynı işlemi Futures sözleşmelerin işlem gördüğü piyasada Dolar/TL futures sözleşmesini borsanın belirlediği teminatı yatırarak yapacak olursak, teminat oranı %10 olarak belirlenmiş, bu durumda 5 bin Dolar karşılığına denk gelen 12.500 Türk Lirası'na sahip olmamız yeterlidir.

Futures piyasalarının en önemli özelliği olan kaldıraç etkisi sayesinde kalan paramızı finansal piyasalarda yeni yatırımlar için kullanabiliriz. Yatırımcılar, düşük bir sermaye ile çok daha yüksek varlıkları kontrol edebilme imkânına sahiptir.

Kaldıraç oranı = Pozisyon Tutarı / Teminat Tutarı

2.4. Opsiyon Piyasaları

Opsiyon sözleşmelerinin işlemlerine konu olan işlemlerin piyasa katılımcıları tarafından uygulandığı, işlem gördüğü piyasalara opsiyon piyasaları denilmektedir. Opsiyon piyasalarına aynı zamanda seçenekli işlem piyasaları da denilmektedir. Opsiyon sözleşmelerinin geçmişi çok eskilere dayanmaktadır.

2.4.1. Opsiyon Piyasalarının Tarihi Gelişimi

Opsiyon sözleşmelerinin tarihi gelişimi ile ilgili ilk kayıtlar eski Yunan'a dayanmaktadır. Ünlü matematikçi Thales, hava durumu ve zeytin rekoltesi ile ilgili tahminler yapmıştır. Thales'in bu tahmini, bir yıl sonra zeytin rekoltesinin fazla olacağı yönünde tahmin etmiştir. Thales'in yaptığı tahmin o yıl gerçekleşmiş ve çok iyi bir zeytin hasatı gerçekleşmiştir. Bunun üzerine zeytin işleme atölyelerine olan talebin artması sonucu

Thales, opsiyon işlemini sonuçlandırmış ve bunun gereği olarak zeytin atölyelerinin kullanım hakkını satarak, o yıl çok iyi miktarda kâr elde etmiştir (Başoğlu, vd. , 2009: 355).

17. Yüzyılda lale tüccarları Hollanda'da lale tohumlarının fiyatlarındaki aşırı dalgalanmalara ve fiyat belirsizliğine karşı opsiyon sözleşmeleri yaptığı bilinmektedir. Hollanda'da meydana gelen takas sorunları nedeniyle opsiyonlar bir süre yapılmamıştır. 1711 yılında İngiltere'de North Sea şirketinin hisseleri üzerine yazılan sözleşmelerle yeniden canlanmıştır. Takas merkezinin olmayışı ve sözleşmelerin belirli standartlarının olmaması tarafların zarar etmesine yol açmıştır. 1972 Yılında, Bretton Woods Sistemi'nin çökmesiyle döviz kuru riskinin ortaya çıkışıyla opsiyon piyasalarına duyulan ihtiyaç artmıştır. Değişen finans sistemi ile birlikte opsiyonlar risk yönetim aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. 1973 yılına kadar ABD'de tezgâhüstü piyasalarda işlem gören opsiyon sözleşmeleri ABD'de Chicago Opsiyon Borsası (CBOE) açılmasıyla standart opsiyon sözleşmeleri 1973 yılında işlem görmeye başlamıştır. İlk olarak hisse senedi call opsiyonları işleme açılmıştır. Daha sonra 1977 yılında hisse senedi put opsiyonları işleme açılmıştır. Opsiyon sözleşmelerine konu olan finansal ürünler, hisse senedi, döviz, endeks üzerine yazılmıştır. Kur riskine karşı döviz üzerine dayalı opsiyon sözleşmeleri 1982 yılında, 1983 yılında ise endekse dayalı opsiyon sözleşmeleri işleme açılmıştır (Dönmez, vd. , 2002: 119-120). 1985 yılından itibaren Londra'da opsiyon borsası faaliyete geçmiştir.

2.4.2. Opsiyon Sözleşmeleri

Opsiyon sözleşmesi opsiyon sahibine herhangi bir zorunluluk olmadan bir şeyi belirli bir fiyattan belirli bir tarihte opsiyonu satan taraftan satın alma ya da satma hakkı veren standart bir sözleşmedir. Bu tekniği diğer finansal tekniklerden ayıran en önemli özellik elde edilen hakkın kullanılıp kullanılmamasıdır (Büker, vd. , 2009: 496).

Bu tanımdan anlaşılacağı üzere opsiyon sözleşmelerinde alıcı taraf bir hak satın alır ve bu hakkı isterse kullanmayabilir. Bu durumda alacağı risk sadece ödediği fiyat yani opsiyon primi ile sınırlıdır. Ancak opsiyon satıcı bir yükümlülük altına girer ve bu yükümlülüğü opsiyon alıcısı talep ettiği takdirde yerine getirmek zorundadır.

2.4.3. Opsiyon Sözleşmesinde Taraflar

Opsiyon sözleşmelerinde alıcı ve satıcı olmak üzere iki taraf vardır. Opsiyonu alan tarafın pozisyonuna “uzun pozisyon” satan tarafın pozisyonuna ise “kısa pozisyon” denir.

Opsiyon alıcısı yani opsiyonun sahibi, belirlenmiş bir fiyattan satın aldığı sözleşmeyi vade içinde veya vade sonunda ödediği prim karşılığında kullanma hakkına sahip olan kişidir. Opsiyon alıcısı, riskten korunma ya da spekülatif kazanç sağlama amacı taşır. Opsiyon sahibinin maksimum kaybı prim kadardır. Kazancı ise, teorik olarak sonsuzdur.

Opsiyon satıcısı veya yazıcısı, tahsil ettiği prim karşılığında opsiyon sözleşmesini düzenleyerek opsiyon alıcısına satan kişidir. Kazancı prim ile sınırlı olup, kaybı, fiyat dalgalanmaları doğrultusunda teoride sınırsız olması dolayısıyla, opsiyon sahibine göre daha fazla risk alır.

Temel olarak alış opsiyonu (call option) ve satış opsiyonu (put option) olmak üzere iki çeşit opsiyon vardır. Opsiyon sözleşmelerinde mevcut tarafları call ve put opsiyon üzerinden açıklayacak olursak;

Opsiyon alıcısı, opsiyonun yazılı olduğu varlığın call opsiyonda satın alma hakkını, put opsiyonda da satma hakkını satın almaktadır. Opsiyon sözleşmesi yapıldığı sırada, opsiyon alıcısı satıcıya bir prim veya fiyat ödemek durumundadır. Opsiyon satıcısı (opsiyonu yazan taraf), opsiyonun ilgili olduğu varlığı call opsiyonda satma zorunluluğuna, put opsiyonda da alma zorunluluğuna sahip olmaktadır. Opsiyon satıcısı, alıcı opsiyonu işleme koyduğunda söz konusu varlığı teslim etmek ya da satın almak zorundadır (Chambers, 1998: 59-60).

2.4.4. Opsiyon Piyasalarındaki Temel Kavramlar

Opsiyon piyasalarında işlem gören sözleşmeler ile ilgili temel kavramlara bakacak olursak;

Opsiyon Primi: Opsiyon primi, opsiyon fiyatı olarak da adlandırılmaktadır. Opsiyon primi, satın alma veya satma hakkını elde edebilmek için karşı tarfa ödenen miktardır.

Opsiyon Vadesi: Opsiyon sözleşmelerinde vade; opsiyon ile ilgili hakların elde edilebileceği son tarihi ifade etmektedir. Opsiyon bu tarihe kadar uygulamaya konulmamışsa opsiyonun hiçbir değeri kalmayacaktır.

Opsiyon Kullanım Fiyatı: Opsiyon sözleşmesinde önceden belirlenen ve opsiyon işleme konulduğundaki alım satım fiyatına kullanım fiyatı denir. Organize borsalarda işlem gören opsiyonların kullanım fiyatları standarttır. Tezgâhüstü piyasalarda işlem gören opsiyon sözleşmelerinin kullanım fiyatı taraflar arasında anlaşmaya varılarak belirlenir (Chambers, 1998: 55).

İçsel Değer: Kârda olan opsiyonların değeri olup, alım opsiyonunun içsel değeri, opsiyonu konu olan malın değeri ile uygulama fiyatı arasındaki farktır. Satım opsiyonunun içsel değeri, uygulama fiyatı ile opsiyona konu olan malın değeri ile arasındaki farktır. Başka bir deyişle opsiyonun kullanılması durumunda elde edilecek kazançtır. İçsel değer sıfırdan daha az olamaz (Karan, 2011: 643).

2.4.5. Organize ve Tezgâhüstü Piyasa Opsiyon Farkı

Tezgâhüstü piyasada işlemler hızlıdır, anlaşmanın sağlanamaması opsiyon sahibine ait olur. Organize piyasada işlem gören opsiyonlar, opsiyon takas kurumu döviz opsiyonlarındaki her işlemi alıcı/satıcı arasında pozisyon alma suretiyle garanti eder. Opsiyon takas kurumu, alıcıya teslimi ve satıcıya olan prim ödeme sorumluluğunu alır. Opsiyon sahibi marjın hesabına para yatırmak zorunda değildir. Opsiyon sahibi prim ödedikten sonra sorumluluğu kalmaz çünkü opsiyonu satan (seller, writer) bir pozisyon açılması durumunda teminat yatırmak zorundadır. Bu teminat takas kurumlarının belirlediği tutardır. Organize piyasada işlem gören opsiyonlar, futures piyasalarda olduğu gibi marjın hesabına, opsiyon değerindeki değişimler, günlük olarak piyasaya bağlı ayarlama yapılarak geçirilir (Giddy, 1994: 210). Tezgâhüstü opsiyon işlemleri, genel olarak bankalarla müşterileri arasında, karşılıklı güvene dayanarak yapılmaktadır. Sözleşmeler standart olmayıp, taraflar arasında koşulları belirlenerek, teminat gereksinimi olmadan serbestçe belirlenmektedir.

2.4.6. Opsiyon Yapılma Nedenleri

Opsiyon işlemlerinde alıcı ve satıcının gelecek ile ilgili farklı düşüncelere sahip olması opsiyon işleminin gerçekleşmesini sağlamaktadır. Beklentilerin farklı olmasından dolayı işlemlerin yapılma amaçlarını da çeşitlendirmektedir. Yatırımcıların opsiyon alım satımına ilişkin taraf olmalarında dört temel nedenden birini amaçlayarak yapmaktadır (Yalçınmer, 2008: 285-286).

Risk Yönetimi ve Riskten Korunma: Opsiyonlar kullanıcısına, gelecek ile ilgili oluşabilecek belirli risklere karşı, riski azaltma veya ortadan kaldırma fırsatı verir. Aynı zamanda dayanak varlığın değer kaybetme riskini azaltmak veya ortadan kaldırmak amacıyla kullanılabilir.

Kaldıraçlı Spekülasyon: Türev piyasaların en önemli özelliklerinden biri kaldıraçlı işlemler olmasından dolayı, opsiyon işlemleri de dayanak varlığın primini ödeyerek, aynı miktarda para ile daha fazla işlem yapma olanağı sağlamaktadır.

Arbitraj: Opsiyon arbitrajcıları, bir opsiyonun primindeki veya sözleşmeye konu olan varlığın fiyatındaki değişiklikleri izler ve birisi diğerinden farklılaştığında satın alırlar. Fiyat farklılıkları genellikle kısa olmaktadır.

Getiri: Yatırımcıların çoğu, ek gelir elde etmek için karşılığı portföylerinde tuttıkları menkul kıymetler olan opsiyonlar yazarlar. Karşılığı olmayan opsiyonların aksine karşılığı olan opsiyonlar satmak az riskli, gelir odaklı bir stratejidir.

2.4.7. Opsiyon Çeşitleri

Opsiyonları, sağladıkları haklara göre, vadelerine göre ve dayanak varlık grubuna göre ayırabiliriz;

2.4.7.1. Sağladıkları Haklar Açısından Opsiyon Türleri

Opsiyon sözleşmeleri, yatırımcılara sağladıkları haklara göre alım (call) ya da satım (put) opsiyonu olmak üzere ikiye ayrılırlar.

2.4.7.1.1. Alım Opsiyonu (Call Option)

Opsiyon sahibi bir bedel ödeyerek satın aldığı opsiyonun vadesinde veya vadesinden önce söz konusu opsiyona dayanarak belirli bir mal veya menkul değeri satın alma hakkı vardır (Brealey, vd. , 2007: 670). Opsiyon veren ise bir bedel alarak sattığı opsiyonun vadesinden önce alıcı talep ettiği takdirde belirli bir mal veya menkul değeri satmaya mecburdur. Opsiyon sözleşmesinde belirlenen vade opsiyonun uygulanabileceği son tarihtir. Yatırımcı alım opsiyon sözleşmesine taraf olabilmek için pazar koşullarına göre oluşan opsiyon primini ödemek zorundadır. Opsiyonu satın alan taraf uzun pozisyona sahip konuma gelerek, belirli bir vade içinde uygulama (anlaşma) fiyatından alma hakkına sahiptir. Alım opsiyonu satılması durumunda ise kısa pozisyon konumunda olan

yatırımcı prim tahsil ederek, satma yükümlülüğü altına girmektedir. Opsiyon işlemlerinde tarafların pozisyonu bir örnek ile inceleyecek olursak;

Örneğin; 3 ay vadeli, kullanım fiyatı 50 TL, hisse başına opsiyon primi 3 TL olan ve 50 hisseden oluşan Avrupa tipi alım opsiyonu alan bir kişi, 3 ay sonra hisse senedinin fiyatı 55 TL olursa yatırımcı opsiyonu kullanarak hisse senedini 50 TL'ye alıp bunları piyasaya 55 TL'ye satacak ve hisse başına 3 TL'lik bir kâr elde edecektir. Ancak hisse başına 3 TL'lik bir prim ödemesi söz konusudur. Böyle bir senaryoda yatırımcının hisse başına net kârı 2 TL olacaktır.

Opsiyon sözleşmelerinden alım opsiyonunda uzun pozisyon (long call) alan yatırımcı limitsiz kâr elde etme hakkına sahiptir. Opsiyonu satan taraf açısından baktığımızda hisse değerinin vadede 55 TL olması durumunda yatırımcı o fiyattan hisseleri alıp anlaşmaya göre 50 TL'den opsiyon alıcısına satmak zorundadır. Bu durumda hisse başına kaybı $5 \text{ TL} - 3 \text{ TL} = (\text{opsiyon primi}) 2 \text{ TL}$ olacaktır. Farklı bir senaryoda opsiyon vadesinde hissenin değeri 45 TL olarak gerçekleşirse opsiyon alıcısı opsiyonu kullanmayacak ve böylece zararı, ödediği opsiyon primi olacaktır. Diğer taraftan opsiyonu satan taraf opsiyon primi kadar kâr elde edecektir.

2.4.7.1.2. Satım Opsiyonu (Put Option)

Opsiyon sahibi bir bedel ödeyerek satın aldığı opsiyonun vadesinde veya vade boyunca belirli miktarda bir malı, belirli bir fiyattan, satma hakkı tanıyan opsiyona satım opsiyonu (put) adı verilir. Put opsiyonu, kendini fiyat düşüşlerinden korumak isteyen yatırımcıların ya da spekülâtorler için fiyat düşüşlerinden kâr elde etmeyi amacıyla yaralanabilecekleri bir finansal enstrümandır (Brealey, vd. , 2007: 671). Opsiyon alıcısı açısından tercih hakkı mevcutken, opsiyon satıcısı açısından da yükümlülük vardır. Satım opsiyonunda alım yönlü pozisyon alan taraf prim ödeyerek satma hakkı satın alır. Satılması yönünde pozisyon alınması durumunda ise, satıcı prim tahsil ederek alma yükümlülüğü altına girmektedir.

Bir hisse senedinin veya opsiyona dayanak varlık oluşturan bir varlığın satım opsiyonunu alan yatırımcı, pazar koşullarına göre oluşan opsiyon primini ödemek zorundadır. Buna göre satım opsiyonunu satın alan yatırımcı eğer opsiyona konu olan malın piyasa fiyatı anlaşma fiyatının altına düşerse opsiyonu kullanacaktır. Diğer bir durumda ise da-

yanak varlığın fiyatı anlaşma fiyatının üzerine çıkarsa, opsiyonunu kullanması durumunda zarar edeceğinden, opsiyonunu kullanmayacak, sadece ödediği primi kaybedecektir. Bir örnek ile açıklayacak olursak;

Örneğin; 3 ay vadeli, kullanım fiyatı 100 TL, hisse başına opsiyon primi 5 TL olan ve 50 hisseden oluşan Avrupa tipi satım opsiyonu sözleşmesi vardır. Eğer vade günü hisse senedi fiyatı 100 TL'den fazla olursa opsiyon alıcısı opsiyonu uygulamaya sokmayacaktır. Çünkü satım opsiyonunun sahibi konu olan varlığı piyasada daha yüksek fiyata satma imkânı vardır. Bu durumda satım opsiyonu alan kişinin kaybı 5 TL ile sınırlı olacaktır. Vade gününde hisse senedinin piyasa fiyatı uygulama fiyatına eşit olması durumunda ise uygulamanın bir ekonomik değeri olmamakla birlikte satım opsiyonunun sahibi opsiyon primi olan 5 TL'yi kaybeder. Eğer vade gününde 100 TL'den az 95 TL'den fazla ise, opsiyon sahibi opsiyonun uygulamaya koyacaktır. Fiyatın 99 TL olduğunu düşünelim, opsiyon alıcısının zararı $5-1 = 4$ TL olacaktır. Opsiyon sözleşmesi 97 TL'ye eşit olursa opsiyon sahibi başabaş noktasında olacaktır. Yatırımcı Vade gününde hisse senedi fiyatının 95 TL'den az olması durumunda satım opsiyonu sahibi opsiyon sözleşmesini uygulamaya koyarak kâr elde edecektir.

2.4.7.2. Vadelerine Göre Opsiyonlar

Opsiyonlar vadelerine göre Amerikan ve Avrupa tipi opsiyonlar olmak üzere ikiye ayrılırlar.

2.4.7.2.1. Amerikan Tipi Opsiyonlar.

Amerikan tipi opsiyonlar, opsiyon sözleşmesi yapıldıktan sonra vade tarihine kadar alıcı kendi uygun gördüğü bir tarihte opsiyonu kullanabilmektedir.

2.4.7.2.2. Avrupa Tipi Opsiyonlar

Avrupa tipi opsiyonlar, sadece sözleşmede belirtilen tarihte kullanılabilen ve nakde dönüştürülebilen opsiyon türüdür.

Yatırımcılar, daha çok esnek olmasından dolayı Amerikan tipi opsiyonu tercih ederler. Amerikan tipi opsiyonlar zaman açısından esnek oldukları için yatırımcıya kolaylık sağlamasından dolayı daha çok tercih edilir.

2.4.7.3. Dayanak Varlık Grubuna Göre Opsiyonlar

Opsiyon piyasalarında opsiyon sözleşmeleri bir çok dayanak varlık üzerine yazılabilir. Global piyasalarda işlem gören opsiyonları hisse opsiyonları, endeks opsiyonları, döviz opsiyonları, faiz opsiyonları, futures opsiyonları, bono ve tahvil üzerine yazılan opsiyonlar, emtia opsiyonları (ham petrol, altın) sıralayabiliriz.

2.4.7.3.1. Hisse Senedi Opsiyonu

Hisse senedi opsiyonu, alıcısına belirli bir firmanın hisse senedini, belirli bir miktarda prim karşılığında alma veya satma hakkı vermektedir. Hisseleri üzerine opsiyon düzenlenen şirket için bir menkul kıymet değildir ve opsiyon sözleşme alıcısı kar payı (temettü) alamaz, şirkette oy hakkına sahip olamaz. Eğer opsiyon işleme konursa, yatırımcı sözleşmeye konu hisseleri alıp satmayı sonlandırır ve hisse fiyatları üzerinde spekülasyon yapmak için satın almaktan daha ekonomik bir yol sunar. Bu yatırımcının elindeki hisselerini satılabileceği fiyatı garanti etmek için satış opsiyonu aldığı pozisyonları riskten korumak amacıyla kullanabilir (Levinson, 2007: 292).

Hisse senedi opsiyonu işlemini örnek ile açıklayacak olursak; yatırımcı bir firmaya ait hisse senedinin bir ay sonra yükeseleceğini düşünmesi durumunda, bugünden firmanın hisse senetlerini alım opsiyonu satın alarak pozisyon alır. Bir ay sonra spot piyasaya göre oluşabilecek riski büyük ölçüde azaltarak kâr elde edebilir. Böylece spot piyasada hisseyi yüksek fiyattan satarak kâr elde eder (TSPAKB, 2012: 15).

2.4.7.3.2. Endeks Opsiyonu

Temel olarak hisse senedi üzerine yazılan opsiyonlara benzemektedir. Ancak endeks hisse senedi opsiyonları bir portföyü temsil ettiğinden tek hisse senedi yerine grup hisse senedi olarak işlem görmektedir. Opsiyon piyasası dışındaki fiyatların endeksine dayanmaktadır. Hisse senedi opsiyonlarında fiziki teslimat geçerli iken endeks opsiyon sözleşmelerinde nakdi uzlaşma yöntemi uygulanmaktadır. Endeks opsiyonlarının yatırımcılar tarafından daha popüler olmasının temel nedeni nakit uzlaşma yöntemini kullanması ve endeksin genel olarak piyasayı temsil etme kabiliyetinin olmasındandır. Bir başka deyişle tek tek hisse senedi yerine tüm borsa endeksini karşılamaktadır. Opsiyon sözleşmelerine konu olan önemli hisse endeksleri mevcuttur. Bunlar; ABD’de Dow Jones, S&P500, NASDAQ gibi önemli hisse endeksleridir. Avrupa’da ise DAX,

FTSE100, CAC40, işlem görmektedir. Asya'da NİKKEİ, Hang Seng gibi hisse endeksleri üzerine endeks opsiyonları işlem görmektedir.

Her opsiyon belirlenen tutarda endeks değerinin çarpımına eşittir. Chicago Ticaret Borsası'nın Standart & Poor's 500 Hisse Senedi Endeksi'ne dayanan opsiyonu, endeksin 250\$ ile çarpımıdır. Yani S&P'nin değeri 1.300 ise sözleşmenin nominal değeri $250\$ \times 1.300 = 325.000\$$ olmaktadır. Nominal değer pratik olarak fazla önem arz etmemekle birlikte, yatırımcı sözleşmedeki fiyatla piyasa fiyatı arasındaki farktan kâr veya zarar etme yolunu tercih edebilir. Eğer yatırımcı S&P 1.300 alış opsiyonu alırsa ve endeks 1.305'e yükselirse, fiyat değişiminden sözleşme alıcısının kazancı ve sözleşme satıcısının kaybı $5\text{puan} \times 250\$/\text{puan}$ yani 1.250\$ olacaktır. Hisse senedi opsiyonlarının aksine, endeks opsiyonları için teslim söz konusu değildir, endeksler satın alınmazlar. Bu nedenle kârlı bir opsiyonun alıcısı hisse yerine nakit bir ödeme alır ve opsiyonun satıcısı hisse senedi vermek yerine ödeme yapar (Levinson, 2007: 293).

2.4.7.3.3. Döviz Opsiyonları

Döviz opsiyonları, dövizleri belirli fiyatlarda satın alma veya satma hakkı sağlar. Belirli bir sürede belirlenmiş tarihte belirli bir miktar dövizini belirli bir fiyattan alma veya satma hakkı olarak tanımlanmaktadır. İki para birimi arasındaki döviz kurlarına dayanır. Nominal değeri, bir başka paradan belirli bir miktarda satın almak için gerekli olan bir başka para miktarına bağlıdır. Uluslararası piyasalarda döviz opsiyonları en yaygın kullanılan opsiyonların başında gelmektedir. Döviz opsiyonlarında dayanak varlık spot veya forward döviz kuru üzerine işlem yapılmaktadır. Döviz opsiyonları, tezgâhüstü piyasalarda da işlem görmesi aynı zamanda gelişmiş ve gelişmekte olan ülke para birimleri üzerine yazılan opsiyon sözleşmelerinin etkisi ile önemli bir işlem hacmine sahip olmuştur. Euro/Dolar, Yen/Dolar, Pound/Dolar gibi önemli para birimleri yazılmış opsiyon sözleşmeleri mevcuttur (Saltoğlu, 2015: 80).

Döviz opsiyonları, genel olarak piyasalarda meydana gelen dalgalanmalara karşı oluşabilecek kur riskine karşı dış ticaret ile uğraşan firmalar tarafından korunma amaçlı kullanırken, spekülörler tarafından kaldıraç etkisi ile spekülatif amaçlı kullanılmaktadır.

2.4.7.3.4. Faiz Opsiyonları

Faiz opsiyonları, sahibine herhangi bir tarihten itibaren belirli bir faiz üzerinden, borç alma veya borç verme hakkı veren opsiyon sözleşmeleridir. Bu opsiyonlar faiz taşıyan menkul değerlere dayalı opsiyonlardır. Borsalarda en yaygın kullanılan faiz opsiyonları devlet tahvili ve hazine senedi üzerine yazılan opsiyonlardır (Chambers, 1998: 87). Faiz call opsiyonlarında taraflar açısından incelediğimizde bu opsiyonlarda amaç borç alma hakkı elde etmek, put opsiyonlarda ise sözleşmeyi elinde bulunduran taraf tasarrufunu sabit bir minimum orandan değerlendirme imkânını garantilemektir. Faiz dalgalanmalarından kaynaklı gelişen risklerden korunmak veya bu risklerden kâr elde etmek amaçlı yapılan işlemlerdir.

2.4.7.3.5. Futures Opsiyonları

Futures sözleşmeleri, opsiyonlara benzer döviz, endeks, hisse senedi, faiz ve emtia gibi varlıklar üzerine yazılmaktadır. Bu nedenle, opsiyonları sınıflandırırken varlık olarak futures işlem sözleşmesinin dayandığı varlık dikkate alınır. Genel olarak organize opsiyon piyasalarında futures işlem sözleşmeleri üzerine yapılmaktadır. Dayanak varlık bazında daha çok emtia, faiz ve para üzerine yazıldığı görülmektedir.

Futures opsiyonları, belirli fiyattan ileride belirli bir tarihte futures sözleşmelerin alım satım hakkı veren sözleşmedir. Call opsiyonu kullanıldığında futures sözleşme satın alınmakta, put opsiyonu kullanıldığında ise futures sözleşmesi satılmaktadır.

2.4.7.3.6. Borsa Yatırım Fonu (BYF) Opsiyonları

Opsiyona konu olan dayanak varlık borsada işlem gören yatırım fonlarıdır. Borsa yatırım fonları, bir endeksi baz alan ve bu endeksin performansını yatırımcıya yansıtmayı amaçlayan yatırım fonlarıdır. Borsa ve yatırım fonu opsiyonları temel olarak borsa endeks opsiyonları ile benzerlik göstermektedir. Endeks opsiyonun aksine borsa yatırım fonları, fona ait payı temsil eder. Bu nedenle işlem, nakdi uzlaşma değil, borsa yatırım fonu payının teslimi ile sonuçlandırılır (TSPAKB, 2012: 15).

2.4.8. Opsiyon Sözleşmelerinin Avantajları ve Riskleri

2.4.8.1. Opsiyonların Avantajları

Risk Yönetimi: Piyasada meydana gelebilecek değişimler ve risklere karşı korunma imkânı sağlar.

Düşük İşlem Maliyeti: Opsiyonlar, prim karşılığında dayanak varlığı satın almadan düşük maliyetle işlem yapma olanağı sağlar.

Yüksek Kazanç Potansiyeli: Türev piyasaların önemli özelliği olan kaldıraç etkisi yüksek kazanç olanağı sağlar.

Strateji Seçenekleri: Opsiyon piyasalarında fiyat hareketlerine bağlı olarak çeşitli portföyler oluşturulabilir.

Arbitraj Olanağı: Opsiyonlar farklı piyasalardaki oluşan fiyat farklılıklarından belirli primler ödeyerek risksiz kâr elde etme olanağı sağlar.

2.4.8.2. Opsiyonların Riskleri

Opsiyonlar kaldıraçlı ürünler olmasının riskide mevcuttur. Türev ürünlerde temel amaç, korunma olmakla birlikte, opsiyon gibi tezgâhüstü hem de organize piyasalarda işlem gören finansal ürünlerin fiyatları her gün değişkenlik göstermektedir. Bununla birlikte opsiyon primleri de bu değişim ve gelişimlerden etkilenmesi yatırımcılar için risk oluşturmaktadır (Kayahan, 2010: 120).

Opsiyon işlemlerinde alıcı için risk ödemiş olduğu prim ile sınırlı kalırken, opsiyon satıcısı için riskin bir sınırı yoktur. Tezgâhüstü piyasada işleme konu olan opsiyon sözleşmeleri için, herhangi bir takas odası olmadığı için işlemler karşılıklı güvene dayanmaktadır. Bunun sonucu olarak, taraflar arasında teminat riski söz konusu olmaktadır.

2.4.9. Türev Ürünlerin Karşılaştırılması

Türev ürünlerin birbirinden farklı yönleri aşağıdaki tabloda karşılaştırılmıştır;

Tablo 9: Türev Ürünlerin Karşılaştırılması

TEMEL ÖZELLİKLER	FORWARD	FUTURES	OPSİYONLAR
Riskten Korunma Amacı	Evet	Evet	Evet
Borsada/Tezgahüstü	OTC	Borsa	Borsa ve OTC
Fiziki Teslimat	Var	Genelde Yok	Hak Kullanılırsa Var

Teminat Zorunluluğu	Genelde Yok	Var	Satıcı İçin Var
Kredi Riski	Var	Yok	OTC ise Yok Borsa ise Yok
Likidite	Düşük	Yüksek	Düşük
Hak Yükümlülük Birlikteliği	Var	Var	Yok
Standart Sözleşmeler	Hayır	Evet	Evet
Nakit Akımı	Yok	Var	Yok
Kaldıraç Etkisi	Yok	Var	Var

Kaynak: (Apak ve Uyar, 2011: 28)

2.5. Swap Piyasaları

Swap, iki şirket arasında nakit akışlarının gelecekte değiştirilmesini öngören anlaşmalardır. Swap piyasalarını diğer türev piyasalardan ayıran en temel özellik; tarafların futures ve opsiyon piyasalarının tam olarak yatırımcı limitlerini karşılayamaması ve vade dilimleri açısından daha uzun vadeli işlemlerin swap piyasaları ile yapılabilmesidir.

2.5.1. Swapın Tarihsel Gelişimi

Swap işlemlerinin asıl gelişimi 1970'li yıllardan itibaren başlamıştır. Swap işlemlerinin gelişiminde, 1970'li yıllarda İngiltere'de ortaya çıkan "paralel krediler" veya "karşı karşıya krediler" önemli rol oynamıştır. İngiltere'nin yurt dışına sermaye çıkışını engellemek için yurt dışına çıkarılan dövizlerden prim alması nedeniyle, yurtdışında yatırım yapmak isteyen İngiliz firmaları paralel kredileri kullanmışlardır (Karabıyık ve Anbar, 2010: 346).

1977 yılında Londra'da ilk döviz swapı işlemi gerçekleştirilmiştir. Geçen iki yılda swap işlemleri gelişim göstermemiştir. Finansal piyasalarda artan risk ile birlikte güven sorunu ancak 1981 yılında Salomon Brothers'ın aracılık etmesi ile gerçekleşen Dünya Bankası ile IBM arasındaki döviz swapı işleminin ardından swap işlemlerine duyulan ilgi ve güvenilirlik artmıştır. Aynı yıl, ilk faiz swap işleminin Londra'da gerçekleştiril-

mesi ile işlem hacmi artış göstermiştir. 1982 yılı sonlarında yaklaşık 5 milyar dolar dolaylarında bulunan toplam swap işlemleri hacmi, 1990 yılı sonlarında 2,5 trilyon dolar dolaylarına ulaşmıştır (Bolak, 1998: 99).

1987'de Uluslararası Swap Aracıları Birliği'nin (ISDA) faaliyete geçmesiyle birlikte swap işlemleri belirli bir standarta getirilmiştir. Belgelerin standart hale getirilmesi ile swap sözleşmeleri ikincil piyasada işlem görmeye başlamıştır. Taraflardan biri yükümlülüklerini ikincil piyasada başka bir piyasa katılımcısına devredebilme fırsatına kavuşmuştur (Karabıyık ve Anbar, 2010: 347).

2.5.2. Swap Sözleşmeleri

Swap işlemleri, piyasalarda meydana gelen döviz kurları ve faiz oranlarındaki değişimlerden kaynaklanan riskleri kontrol altına almak amacıyla döviz bazında gerçekleştirilen sözleşmelerdir. Swap kelime anlamı olarak değiş-tokuş işlemleri olarak tanımlanmaktadır. Bir finansman tekniği olan swap tarafların yapılma amacı; uluslararası borçlanmalarda, borçlanmalardan kaynaklı borç maliyetlerini düşürmek aynı zamanda piyasada meydana gelebilecek döviz kuru ve faiz oranı riskine karşı korunma sağlamaktır. Genel anlamıyla finansal varlık takası, gelecekteki farklı koşullardaki bir dizi nakit ödemeyi taraflar arasında takas etmek için yapılan anlaşma olarak ifade edilmektedir (Civan, 2010: 360).

Swap anlaşmaları, iki şirket arasında yapılan anlaşma gereği gelecekteki nakit akışlarının el değiştirmesi biçiminde oluşturulan kontratlardır. Uluslararası piyasalarda türev işlemler bazında en çok işlem gören swap kontratlarıdır. Genellikle, tezgâhüstü piyasalarda en yaygın işleme konu olan swap kontratı faiz swapı kontratlarıdır. Swap işlemleri ülkemizde henüz resmi bir piyasası olmadığı için sadece banka ve şirketler tarafından faiz riski yönetimi amacıyla yoğun olarak kullanılmaktadır (Saltoğlu, 2015: 86).

Yatırımcıların böyle bir işleme girme nedenleri alacakları ile ödemelerinin farklı kurlarda olmasından kaynaklanan riski gidermek ya da alacakları ile ödeyecekleri faizler arasındaki farktan avantaj sağlamaktır. Forward kontratlar, swap anlaşmalarının basit bir durumu olarak algılanabilir. Ancak forward anlaşmalarda sadece vade tarihinde değişim olurken, swap anlaşmalarında, gelecekte birkaç farklı futures tarihinde nakit akışı

oluşmaktadır. Türev ürün anlaşmalarında temel olarak bilindiği üzere, taraflardan birisinin kazancı diğerinin kaybı anlamına gelirken, bu durum sadece swap işlemlerinde, herhangi bir ekstrem durum olmadığında tüm taraflar için kazançlı olabilecektir (Kayahan, 2010: 122-123).

2.5.3. Swap İşleminin Tarafları

Swap piyasasının katılımcıları, fon kullanıcılar ve aracılar olmak üzere iki grupta toplanabilir. Fon kullanıcılar, ekonomik ve mali finansal nedenlerden ötürü meydana gelen faiz ve döviz riskini azaltmak amacıyla swap işlemlerine taraf olmaktadır. Aracılar, piyasada yapılan işlemlerden komisyon almak veya kâr elde etmek amacıyla işlem yapan taraftır. Aracılar için örnek verecek olursak; bankalar, işletmeler, devlet kurumları, uluslararası finans kuruluşları ve devletler sayılabilir.

2.5.4. Swap İşleminin Sağladığı Yararlar ve Dezavantajlar

Swap işlemlerinin sağladığı yararlar şunlardır;

- Swap işlemleri fonlama maliyetini azaltır.
- Swap işlemleri, farklı piyasalara girmek isteyen yatırımcılara erişim fırsatı sağlar.
- Swap işlemleri yeni kredi kullanan tarafın kredi değerliliğinin düşük olması nedeniyle yüksek maliyetli borçlanmasının önüne geçilmesini önler.
- Swap işleminin yapan tarafların ülkeleri farklı ise; ülkelerde bulunan vergi avantajı ve yasalarında bulunan bazı ekonomik düzenlemelerden kaçınmalara fırsat sağlamaktadır.
- Finansman yöneticileri için üstlenilmiş olan riskleri azaltıcı veya ortadan kaldıracı fırsatı sunmaktadır.

Swap işlemlerinin dezavantajları şunlardır;

- Söz konusu riskler; kredi, faiz ve kur riski tamamen ortadan kalkmaz.
- Tezgâhüstü piyasalarda işleme konu olmaktadır.
- Sözleşmelerde belirli bir standart bulunmamaktadır.

2.5.5. Swap İşleminin Taşıdığı Riskler

Swap işlemlerini incelediğimizde göze çarpan ilk risk unsuru tarafların yükümlülüğünü yerine getirememesi riski olup bunun temel olarak iki nedeni olabilir. Birincisi taraflardan birinin mali durumunun bozulması, ikincisi ise ülke riskidir. Taraflardan birinin yükümlülüğünü yerine getirememesi durumunda karşı taraf ödeme akımlarını alamayacak ve swap işlemi ile riskini yönetmek isteyen piyasa katılımcısı için riskler, katlanarak artmasına neden olacaktır.

Swap işlemlerinden kaynaklı bir diğer risk teslim riski olup tarafların ödemeleri zamanında yapamamalarından veya ülke riskinden kaynaklanmaktadır. Bu noktada risk ödemenin yapılmasından değil ödemenin geç yapılmasından kaynaklanmaktadır. Ülke riski nedeni ile transferin gerçekleştirilememesi söz konusudur (Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 542).

Swap işlemlerinden kaynaklı bir diğer risk eşleştirme riskidir. Bu risk, swap araçlarının swap işlemine girmek isteyen tarafları eşleştirmeme durumunda ortaya çıkmaktadır. Bir başka deyişle taraf bulamama riski olup işlemlerin yaygınlaşması ve gelişmesi ile nispeten azalmıştır. Swap sözleşmelerinde karşı taraf riski mevcuttur. Swap işlemlerinde faiz ödemeleri 3'er ve 6'şar ay gibi belirli dönemlerde periyodik şekilde yapılmaktadır. Swap işlemlerinde taraflar arasında yapılan faiz ödemeleri için taraflardan birinin ödeme yapamaması durumunda temerrüt riski oluşur. Bununla birlikte karşı taraf bulunamaması durumunda risk aracılık yapan için söz konusu olmakta ve aracı kuruluş maliyetle karşılaşmaktadır. Swap işleminin neden olduğu ve etkisi en çok hissedilen risk pozisyon riskidir.

Swap işlemleri uzun vadeli işlemler olduğundan piyasalarda meydana gelen döviz kurları ve faiz oranlarında beklentilerin tersine gerçekleşmesi durumunda tarafların maliyetinin yükselmesine ve hatta aşırı dalgalanmada iflasına neden olabilecek bir risk ortaya çıkarabilmektedir.

Özellikle, 2008 yılında ABD'de meydana gelen finans krizinde faiz ödemelerinin gerçekleşmemesi sonucu bazı swap işlemlerinden kaynaklı temerrüt riski oluşmuştur. Bunun sonucunda çeşitli kurumların batması ve küresel krizin güven krizine dönüşmesine yol açmıştır (Saltoğlu, 2015: 87-88).

2.5.6. Swap Sözleşme Türleri

Swap işlemleri; faiz, para, mal ve kredi riski esasına dayalı olarak yapılmaktadırlar. Swap işlemlerinin yapılmasındaki amaç faiz oranı ve kur riski değişimlerinden kaynaklı risklere karşı yapılan anlaşmalardır. Bunun yanında, belli başlı birkaç swap işleminin özelliklerinin tek bir işlemde birleştirilmesiyle oluşturulan türetilmiş swap çeşitleri de bulunmaktadır. Bu bölümde, en sık kullanılan swap çeşitleri olan para (döviz), faiz ve mal swapları kapsamlı olarak ele alınacak para, faiz ve mal dışındaki swap çeşitlerine ise kısaca değinilecektir.

2.5.6.1. Faiz Swap Sözleşmeleri

Faiz swap sözleşmesi, iki tarafın aynı para biriminden aynı tutarda farklı faiz oranlarına bağlı borçlanmalarla ilgili nakit akışlarının belirli bir süre için değiştirme işlemidir. Borçlanma işlemi aynı para cinsinden ve aynı tutarda olmasından dolayı anaparaların değiş-tokuş edilmesine gerek duyulmamaktadır. Faiz swap işlemlerinde sadece faiz ödemeleri arasındaki farkın değiştirilmesi söz konusu olmaktadır. Bu türlerden en çok kullanılanı sabit faiz-değişken faiz swapıdır.

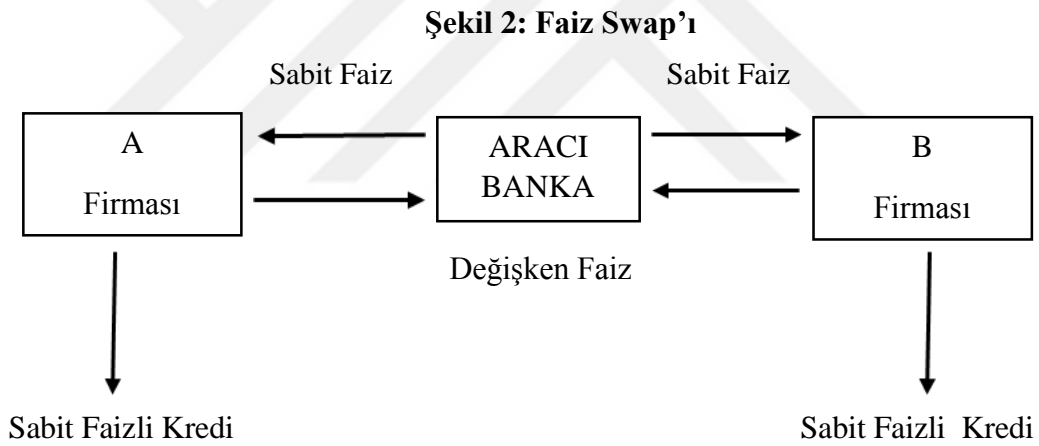
Faiz swaplarının işleyişinde genel olarak taraflardan biri sabit faizle, diğeri ise değişken faize bağlı olarak borçlanmaktadır. Değişken faiz, en yaygın olarak uygulamada olan LIBOR (London Interbank Offer Rate) Londra'da bankaların kendi aralarında gerçekleştirdikleri işlemler için kullanılmakta ve sürekli değişebilen faiz oranını ifade etmektedir. LIBOR'a bağlı olarak borçlanma yapılmakta, daha sonra bu borçların değiş-tokuşu yapılmaktadır.

Ülke riski, swap işlemlerinde önemli bir rol oynamaktadır. Bununla ilgili olarak örneğin, ülke kredi değerliliği düşükse, sabit faizle borç bulunması oldukça güç olacaktır. Değişken faiz kullanılması fon kullananlar için her zaman faydalı olmayacaktır. Faiz oranlarının düşmesi bekleniyorsa değişken faizle borçlanma üstünlük sağlayacaktır.

Faiz swap işlemlerinde değiş-tokuş sadece faiz ödemeleri için söz konusu olduğundan dolayı risk, sadece faiz ödemeleri için söz konusudur. Bu nedenle faiz swap işlemleri uluslararası piyasalarda para swap işlemlerine oranla piyasa katılımcıları tarafından talep görmektedir. Faiz swap işlemleri için vade yapısını incelediğimizde genel olarak vadeler 1 yıl ile 15 yıl arasında değişmektedir (Civan, 2010: 368).

Faiz swap işlemlerinin tarafları, kredi maliyetlerini düşürme açısından bu piyasada işlem yapmaktadırlar. Faiz swap'ında bir taraf sabit faizle borçlanırken diğer taraf değişken faizle borçlanarak karşılıklı ödeme akımlarını değiştirerek avantaj sağlamayı amaçlamaktadırlar. Faiz swap işleminin taraflar açısından üstünlük ve fayda sağlayabilmesi için kredibilite farklılığının olması gerekmektedir. Kredi değerliliği düşük olan taraf, kredi değerliliği yüksek olan tarafa swap işlemine ilişkin olarak prim ödemesi yapmaktadır. Bu ödenen prim her iki tarafın da kredi maliyetini düşürücü etki göstermektedir. Bu işlem ile kredi değerliliği yüksek olan taraf avantajlı konumundan faydalanarak kredi maliyetini düşürme olanağına sahiptir. Kredi değerliliği düşük olan taraf ise değişken faizli olan borcunu sabit bir niteliğe dönüştürerek faiz riskine karşı korunmuş olacaktır (Doğukanlı, 2012: 91).

Tipik bir faiz swap'ı şekil yardımıyla şu şekilde gösterilebilir (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 401).



Şekil 2'de faiz swap işleminin işleyişini incelediğimizde, aracı banka vasıtasıyla faizlerin değiştirildiği ve B'nin yapacağı sabit faiz ödemesi aracı ile A'dan, A'nın yapacağı değişken faiz ödemesi B'den alınır, A firması faizini swapla sabitlediği için faiz değişimlerinden etkilenmeyecektir. Bu işlem sonunda her iki taraf da kârlı çıkarak borçlanma maliyetlerini düşürmüş olacaktır. Örneğin, AAA derecesine sahip X şirketi ile BBB derecesine sahip Y şirketine piyasada uygulanan 5 yıl vadeli borçlanma faizlerinin aşağıdaki gibi olduğunu varsayalım (Bolak, 2004: 141):

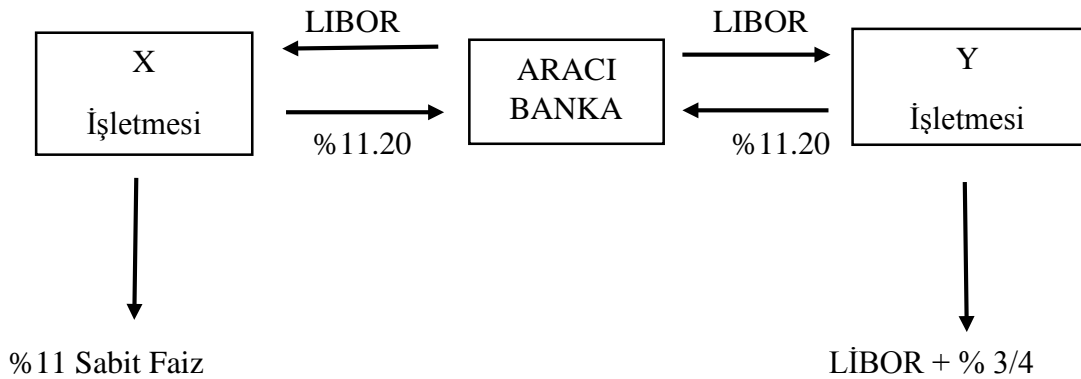
Tablo 10: X ve Y Şirketlerine Uygulanacak Faiz Oranları

<u>Sirket</u>	<u>Sabit Faiz</u>	<u>Değişken Faiz</u>
X	% 11	LİBOR + % 1/4
Y	% 12,5	LİBOR + % 3/4

Tablo 10’da görülen koşullar üzerinden X şirketi kredibilitesi yüksek olmasından dolayı % 11 sabit faizle borçlanmış, Y şirketi ise kredi değerliliği daha düşük olmasından dolayı LİBOR + %3/4 değişken faizle borçlanmıştır. Bu iki işletme borçlanma maliyetlerini düşürmek amacıyla aracı bankaya başvurmuşlardır. X işletmesi aracı bankayla yaptığı anlaşmaya göre, Aracı Banka LİBOR ödeyecek, karşılığında %11.20 sabit faiz alacaktır. Y işletmesi ise Aracı Banka LİBOR karşılığında %11.20 sabit faiz ödeyecektir.

Bundan dolayı Y şirketi değişken faizli borçlanmada daha avantajlıdır. Swap anlaşmasının iki taraf için de avantaj sağlayabilmesi için X şirketinin değişken Y şirketinin ise sabit faizle borçlanmayı tercih etmelidir. Bu anlaşma uyarınca, X’in sabit, Y’nin değişken faizle borçlandığını daha sonra periyodik olarak X’in Y’ye LİBOR ödemesi Y’nin de X’e % 11.20 sabit faiz ödemesi yaptığını düşünürsek Şekil 2’deki durum ortaya çıkacaktır.

Şekil 2: Faiz Swap İşlemi



Taraflar swap işlemini gerçekleştirdikten sonra, X ve Y işletmesinin borçlanma maliyetleri, kazançları ve Aracı Banka’ya ödeyecekleri komisyon aşağıdaki gibi oluşmaktadır;

X İşletmesinin Borçlanma Maliyeti

$$[(\text{LIBOR} + \%11) - \%11.20] = \text{LIBOR} - \%0.20$$

Y İşletmesinin Borçlanma Maliyeti

$$[(\text{LIBOR} + \%3/4) + \%11.20 - \text{LIBOR}] = \%11.95$$

X Firmasının Swap İşlemi Sonrası Kazancı

$$(\text{LIBOR} + \%1/4) - (\text{LIBOR} - \%0.20) = \%0,45$$

Y Firmasının Swap İşlemi Sonrası Kazancı

$$(\%12,5 - \%11,95) = \%0.55$$

2.5.6.1.1. Faiz Swap Sözleşmelerinin Kullanılma Nedenleri

Faiz swapı sözleşmelerinin kullanılma nedenlerinin en başında risk yönetimi gelmektedir. Firmalar, piyasadaki değişken faiz oranı belirsizliğinden kaynaklanan risklerden korunmak amacıyla swap işlemlerine taraf olarak borçlarını değişken faizden sabit faize çevirebilirler.

Firmalar alternatif finans sağlamak amacıyla faiz swap işlemini kullanmaktadır. Yatırım yapmak amacıyla finansmana ihtiyaç duyarlar. Tahvil ve bono piyasasına göre, daha uygun maliyetli finansman sağlamak amacıyla, finansal kuruluşlardan değişken faiz kullanılarak kredi alabilirler. Firmalar bu durumda değişken faiz riskini yönetmek amacıyla swap sözleşmesi yaparak sabit faize çevirebilir. Aynı zamanda firmalar faiz swap sözleşmelerini kullanarak mevcut borç stokunu değiştirmeden swap işlemleri yaparak sabit ve değişken oranlı faiz ödemelerini ve toplam içindeki paylarını değiştirebilir.

2.5.6.2. Para (Döviz) Swap Sözleşmeleri

Para swap sözleşmeleri, farklı para birimlerinden borçlanmalarla ilgili nakit akışlarının değiş-tokuş edilmesidir. Uzun süreli, tipik bir döviz; başlangıçta anaparaların değiş-tokuş edilmesi, periyodik olarak faiz ödemelerinin yapılması ve vade sonunda anaparalarının tekrar el değiştirmesi aşamalarından oluşmaktadır (Bolak, 2004: 147).

Faiz swapından farklı olarak, borçlanmaların farklı para birimleri üzerinden gerçekleştirildiği için taraflar arasında anaparaların değiş tokuşu söz konusu olmaktadır. Para swap sözleşmelerinin yapılmasındaki amaç kur riskine karşı korunmaktır. Aynı zamanda, düşük maliyetle fon sağlamak atıl dövizleri piyasaya sürerek kullanılabilir hale getirmek amacıyla para swap sözleşmeleri yapılmaktadır.

Para swap sözleşmeleri vade bakımından genel olarak en az 2 yıl en çok 10 yıl yapılır. Yaygın olarak işleme konu olan vade 5 yıl olmakla beraber sözleşmelerin minimum büyüklüğü 3 ile 5 milyon dolar arasında değişmektedir.

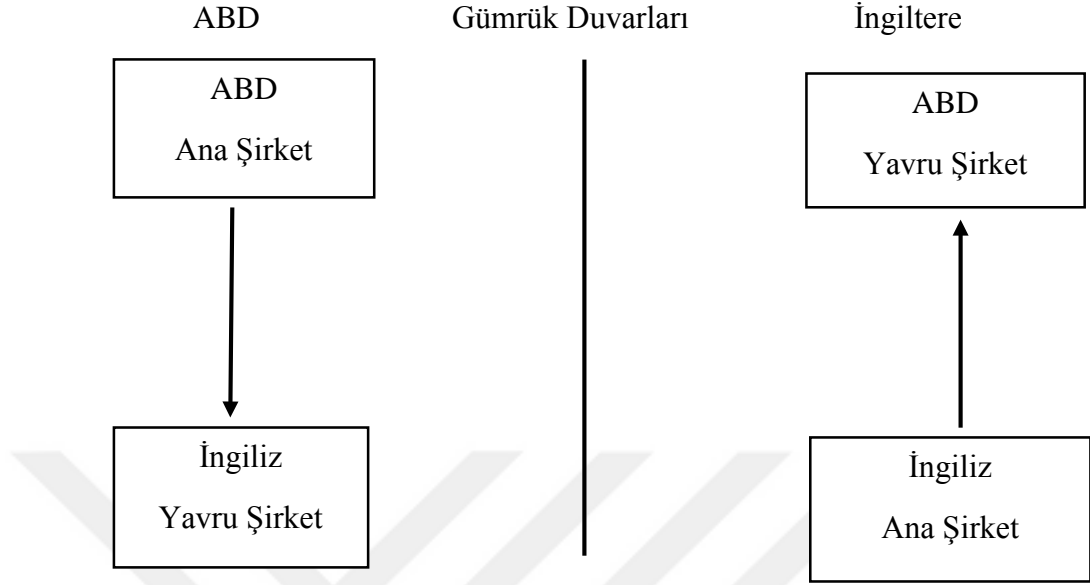
2.5.6.3. Para Swapı Türleri

İşletmelerin normal koşullarda piyasaya girmelerinin önünde bir takım engeller bulunmaktadır. Para swap'ı işlemleri, piyasaya erişim imkânı sağlayarak, ihtiyaç duyulan para birimini uygun şartlarda elde ederek, maliyet tasarrufu ve kur riskine karşı korunmak amacıyla yapılmaktadır. Para swap'ı eski bir finansal teknik olmasına rağmen, faiz swap'ına oranla daha düşük piyasa hacmine sahiptir. Bunun nedeni para swap'larının gelişiminden önce swap'a benzerlik gösteren paralel borçlanmalar kullanılmıştır. Para swap işlemleri yapılırken farklı para birimlerinin değiştirilmesinin yanı sıra değiştirilen paralarla ilgili faizlerin ikisi de sabit, ikisi de değişken veya biri sabit diğeri değişken olabilmekte ve faizlerin niteliğine göre değişkenden sabite, değişkenden değişkene gibi swap türleri ifade edilmektedir.

2.5.6.3.1. Paralel ve Karşılıklı Krediler

Swap işlemlerinin geçmişini incelediğimizde, paralel kredi ve karşılıklı krediler para swaplarının ilk örneklerini oluşturmaktadır. Kambiyo kontrollerinin sıklaşması ile birlikte Şekil 3'de gösterilen paralel krediler yöntemine başvurulmaya başlanmıştır (Bolak, 2004: 149).

Şekil 3: Parelel Krediler



ABD’de bulunan ana şirket, ABD’de faaliyet gösteren İngiliz yavru şirkete ihtiyacı olan dolar kredisini sağlarken, İngiltere’deki ana şirket de İngiltere’de faaliyet gösteren yavru ABD kökenli yavru şirkete, spot kura göre belirlenecek eşit tutarda sterlin kredisi temin ederek, kambiyo kısıtlamaları engeli aşılmaktadır. Böyle bir ilişki kurulabilmesi için, bağlı yavru şirketi finanse etmek isteyen ana şirketin, diğer ülkede aynı tutarda fona ihtiyacı olan bir karşı tarafı bulması gerekmekte, aynı zamanda iki tarafın da oluşabilecek kredi riskini üstlenmesi gerekmektedir. Yavru şirketlerden birinin kredi yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumunda, diğer ülkede kurulan kredi ilişkisi bu durumdan etkilenmemekte, başka bir deyişle, kredilerin birbirine teminat oluşturması söz konusu olmamaktadır.

Paralel krediler yöntemine göre, fon fazlası olan ana kuruluşların kendi ülkesinde yer alan başka ülke menşeli yan kuruluşlarla ana kuruluşlar arasında yapılan anlaşma gereği fazla fonlarını karşılıklı olarak kullandırmaları olarak ifade edilir. Karşılıklı krediler paralel kredilere benzemekte olup iki temel farkı bulunmaktadır. Değişimin ana kuruluşlar arasında yapılması ve ana kuruluşların değiştirdikleri fonları yan kuruluşlara aktarmasıdır (Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 547). Farklı ülkelerde bulunan çok uluslu şirketler tarafından yaygın olarak kullanılmaktadır.

2.5.6.3.2. Faizlerin Niteliğine Göre Para Swapı

Para swap'ında 3 temel aşama vardır (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 410);

1. Anaparaların swap edilmesi

Swap işleminin başlangıcında iki taraf, anaparaları, anlaştıkları kur üzerinden takas etmektedirler. Spot kur üzerinden swap işlemi oluşturulmaktadır. Burada, aracı banka veya swap bank, her iki tarafın talebini gerçekleştirir. Şekil 4'de tarafların yükümlülükleri gösterilmiştir.

Şekil 4: Anaparaların Swap Edilmesi



2. Faizlerin swap edilmesi

Faiz swap anlaşmalarında taraflar, swap ettikleri paralar için karşılıklı faiz öderler. Genellikle karşılıklı ödenen faizler, aracı bir banka tarafından gerçekleştirilir. Şekil 5'de tarafların yükümlülükleri gösterilmiştir.

Şekil 5: Faizlerin Swap Edilmesi



3. Para swap'ında anaparaların vade sonunda iade edilmesi

Para swap anlaşmalarında taraflar, para swap'ının vadesi dolduğunda anaparalarını geri verirler. Para swap'ında her iki taraf swap sona erdiğinde geçerli kuru bildikleri için, en son yükümlülükler, döviz riskine karşı tamamen korunmuş olmaktadır.

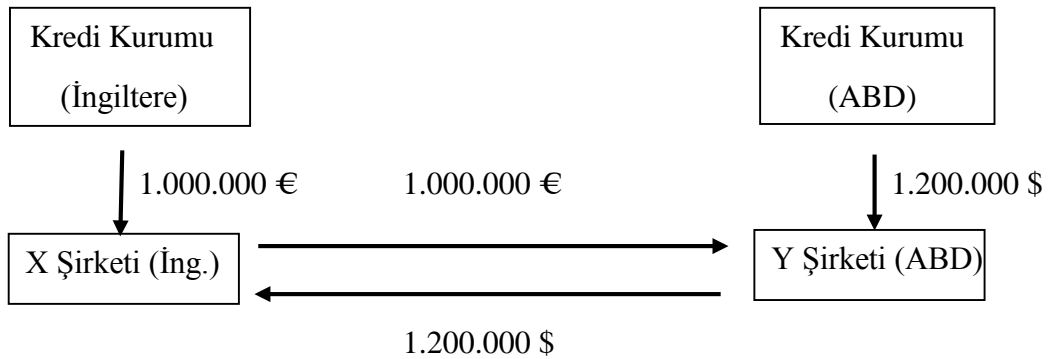
Şekil 6: Para Swap'ında Anaparaların Vade Sonunda İade Edilmesi



Para swap işlemlerini 3 şekilde çeşitlendirmek mümkündür. Para swap'larının çeşitleri; sabit faizden sabit faize, değişken faizden sabit faize ve sabit faizden değişken faizedir (Civan, 2010: 365). Para swap sözleşmelerinin işleyişini bir örnek üzerinden açıklayacak olursak;

Örneğin, İngiltere'deki X şirketi, Dolar olarak, Amerika'da bulunan Y şirketinin ise Euro olarak fona ihtiyaçları vardır. Her iki şirkette kendi piyasasında daha üstün konuma sahiptir. X şirketi Dolar krediyi doğrudan alması durumunda LIBOR+ % 0.50 olarak alabilecek üstün olduğu Euro piyasasında 1.000.000 Euro tutarında yıllık % 4 faizli 5 yıl vadeli kredi almıştır. ABD'de bulunan Y şirketi ise aynı tutara eş değer 1.200.000 Dolar (1 Euro = 1,20 Dolar) krediyi 5 yıl vadeli yıllık LIBOR + % 0.25 ile değişken faizli olarak almıştır. Y şirketi doğrudan Euro kredisi alması durumunda % 5 ile borçlanabilmektedir. X şirketi Euro birimli olarak aldığı krediyi Y'ye verirken Y'de Dolar ile elde ettiği fonları X'e verecektir. Para swap işlemlerinin aşamalarını Şekil 7 yardımıyla gösterecek olursak;

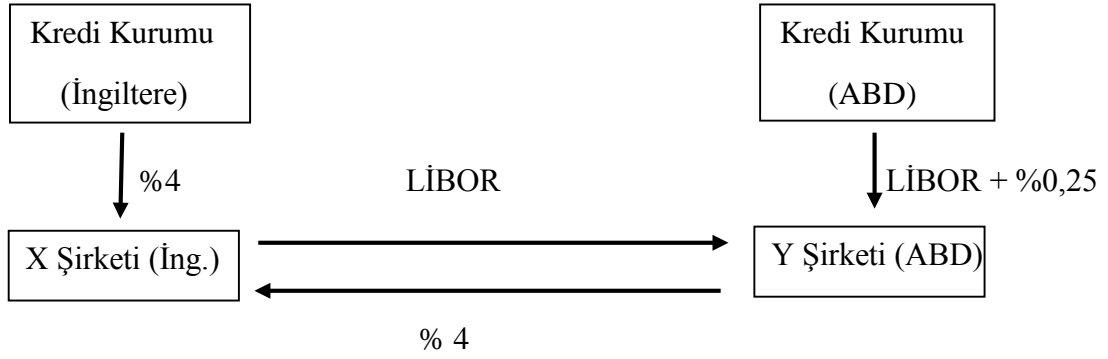
Şekil 7: 1.Aşama: Anaparaların Swap Edilmesi



Anapara ödemelerinin yanı sıra faiz ödemeleri de değiştirilmektedir. X şirketi Y şirketinin aldığı kredinin faizini öderken, Y şirketi de X şirketinin faizini ödemeyi kabul etmektedir. Örnekteki X şirketinin kredi değerliliğinin Y'den daha yüksek olduğunu ve

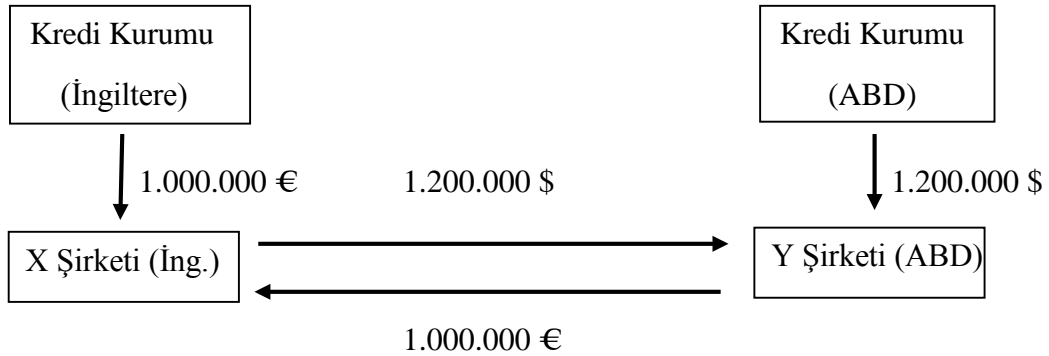
Y'nin almış olduğu kredinin sadece LİBOR'unu ödediğini varsayarak, faiz ödemeleri şu Şekil 8'deki gibi olmaktadır.

Şekil 8: 2.Aşama: Faiz Ödemelerinin Swap Edilmesi



X şirketi doğrudan doğruya Dolar olarak kredi alsaydı katlanacağı faiz, LİBOR + % 0,50 olacaktı. Y işletmesi swap işleminde sadece LİBOR ödeyecek ve X işletmesi ise % 0,50'lik bir maliyet tasarrufu sağlamış olacaktır. Y şirketi de ihtiyacı olan krediyi doğrudan Euro piyasasından alsaydı katlanacağı faiz % 5 olacaktı. Swap işlemine giren Y işletmesi % 1'lik fon tasarrufu sağlamış olacaktır. Şekil 9'da görüldüğü üzere vade sonunda anaparalar tekrar iade edilecektir.

Şekil 9: 3.Aşama: Anaparaların İade Edilmesi



2.5.6.3.3. Para Swap Sözleşmelerinin Kullanım Nedenleri

Para swapı sözleşmelerinin kullanım nedenleri aşağıdaki gibi özetlenmektedir (Doğukanlı, 2012: 96).

1.Kur Riski Yönetimi: Para swap sözleşmeleri yapılmasındaki amaç kur riskini yönetmektir. Başka bir ülke para birimi cinsinden oluşan borç veya alacakları ters pozisyonda nakit akışıyla kur riskinden korunabilmektedir.

2.Düşük Fon Maliyeti: Finansal piyasalarda başka bir para birimi cinsinden borçlanan taraflar para swapı sözleşmesi yaparak düşük maliyet ile fon sağlamış olmaktadır.

3.Piyasalara Erişim ve Farklı Para Biriminde Nakit Akışı: Para swap sözleşmelerinin en önemli avantajları ve kullanım nedenlerinden biri, firma veya kuruluşların risk primleri nedeniyle diğer piyasalara erişim olanağı bulunmadığından bunu swap işlemi yoluyla yapabilmeleridir. Swap işlemi ile hem piyasalara erişim imkânı sağlayacak hem de yapılan yatırımların getirileri başka bir para birimi cinsinden nakit olarak sağlanmış olacaktır.

2.5.6.3.4. Faiz ve Para Swapı Dışındaki Diğer Swap Çeşitleri

Faiz ve para swap işlemleri dışında bir çok swap türü bulunmaktadır. Bunlara örnek olarak; mal swapı, CDS (kredi temerrüt swapı), kokteyl swap, değişken anaparalı swap, başlangıcı gecikebilen swap, vadeli (forward) swap ve swaption olarak sayabiliriz.

2.5.6.4.1. Mal Swapı

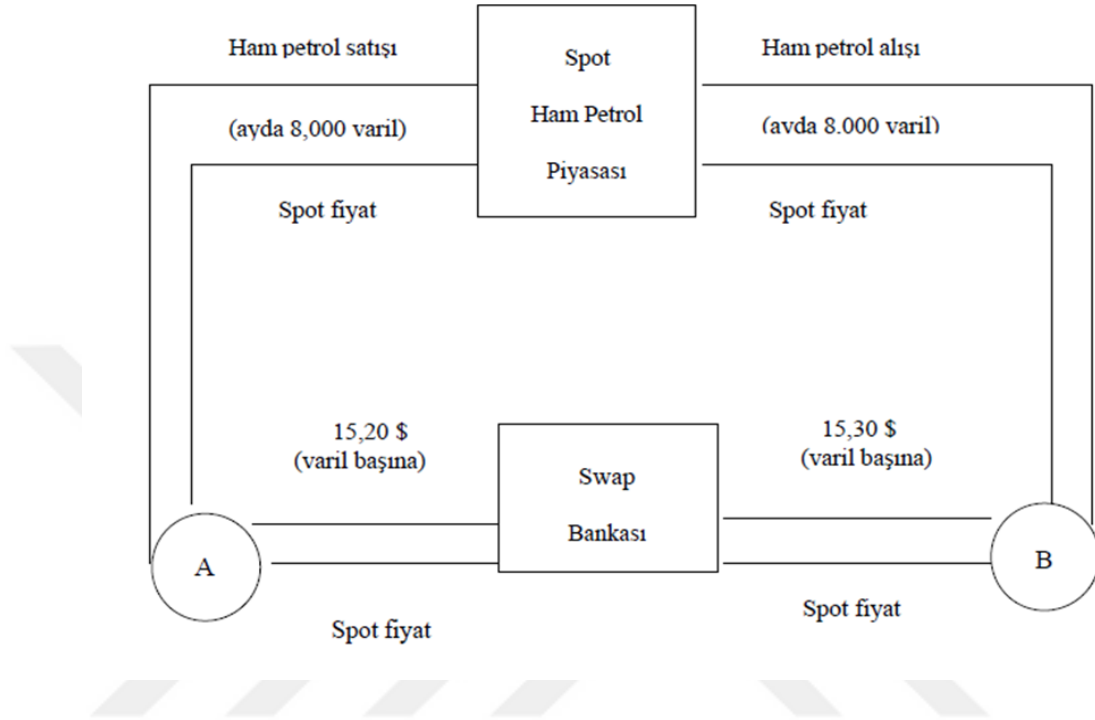
Mal swapı; taraflardan birinin zaman içinde sürekli olarak satacağı bir mala sahip olması, ancak fiyatların düşeceği endişesi içinde bulunması, diğerinin ise zaman içinde, aynı malı sürekli olarak satın almaya ihtiyaç duyması ancak fiyatların yükseleceği endişesi içinde bulunması durumunda düzenlenebilecek bir swap türüdür (Bolak, 1998: 112).

Örnek olarak bir ham petrol üreticisinin (A) gelecek 5 yıl boyunca ayda ortalama 8.000 varil ham petrol satmayı düşündüğünü, ancak fiyat riskinden kaçınmak istediğini, bir petrol rafinerisinin de (B) yine gelecek 5 yıl boyunca ayda ortalama 8.000 varil ham petrol satın almayı planladığını, ancak fiyatların artmasından kaynaklanacak fiyat riskinden kaçınmak istediğini kabul edelim. A elde edeceği fiyatı, B de ödeyeceği fiyatı sabitleştirmek istemekte, bunun için bir swap işlemine girmektedirler. Anlaşmanın yapıldığı tarihte bir varil ham petrolün spot piyasadaki fiyatının 12,25 \$ olduğu varsayılmaktadır.

Swap bankası, A ile, sabit fiyat ödeyip (varil başına 15,20 \$), değişken fiyat almak (spot fiyat) üzere, B ile de, değişken fiyat ödeyip (spot fiyat), sabit fiyat almak 8 varil başına 0,10 \$ kazanmaktadır. A ve B gerçek mal alım ve satımlarını, spot piyasada cari fiyatlar yani spot fiyatlar üzerinden gerçekleştirmekte, ancak swap işlemi sayesinde fiyatları

sabit hale getirmektedirler. Nitekim spot fiyatlar ne olursa olsun, A ham petrolün varilini 15,20 \$'dan satmış, B ise 15,30 \$'dan almış olmaktadır (Bolak, 1998: 112).

Şekil 10: Mal Swap Örneği



2.5.6.4.2. Kredi Temerrüt Swapı (CDS)

CDS sözleşmeleri (Credit Default Swaps), tezgâhüstü piyasalarda işlem gören kredi türevidir. Kredi riskine karşı oluşabilecek riskleri transfer etmek amacıyla yapılan finansal araçlardır. Kredi riski, bir tarafın sözleşmede yer alan yükümlülüklerini yerine getirmemesi (temerrüt durumu) halinde ortaya çıkacak bir risktir. CDS sözleşmeleri alacaklının, borçlu olan tarafın borcunu ödeyememesi riskine karşı sigorta işlevi görmektedir. CDS işlemi yapılırken riski üstlenen tarafa ödenecek bedel, ödeme kabiliyetine uygun olarak hesaplanmaktadır. Yani CDS puanına göre belirlenen prim karşılığında kredilerin ödenmeme riski yönetmiş olacaktır. CDS primi ödeyerek kredi riskini transfer etmek isteyen ile kredi temerrüt riskini üstlenen taraf arasında; ödenecek CDS primi karşılığında temerrüt riskinin karşılıklı olarak swap işlemi yapılmaktadır.

CDS sözleşmeleri, JP Morgan Chase bankerleri tarafından üretilen finansal araçlardan biridir. Temel olarak CDS işlemleri bir şirket tarafından veya ülke tarafından çıkarılan spesifik tahvil ya da kredi üzerindeki yükümlülüğün temerrüdü durumunda, koruma satın alan ve koruma satan taraf arasındaki karşılıklı sigorta sözleşmesidir. Koruma satın

alan taraf, 6 ay veya yıllık sigorta primini, koruma satan tarafa öder. Sonradan bir yükümlülüğün temerrüt durumu ile karşılaşıldığında koruma satan, değeri koruma satın alana öder. Değer, fiziki ya da nakit ödeme şeklinde transfer edilmektedir. Fiziki ödeme söz konusu ise, koruma satın alan, referans tahvilin nominal değeri ile tahvilin piyasada değeri arasındaki farkı ödeyecektir. Fiziki ödeme işlemi CDS işlemleri için daha uygundur. Fiziki ödeme ile gerçekleştirilen CDS sözleşmeleri, yükümlülüğün yerine getirilmediği durumda tahvil sahibini korur. Ancak nakit ödeme ile gerçekleştirilen işlemler için, diğer gerçekleştirilen türev ürün sözleşmelerinden farkı kalmayacaktır (Bekaert ve Hodrick, 2004: 727). Kredi alacaklısı, CDS işlemi yaparak kendini, ödenmeme riskine karşı korumuş olacaktır. CDS sözleşmelerinin yararlarını şöyle özetleyebiliriz;

- Varlık yöneticilerine önemli bilgiler sunmaktadır.
- Finansal kurumların piyasa disiplini sağlamasına yardımcı olmaktadır.
- Finansal piyasalar risk göstergesi olmasının yanında fiyat belirlemesi konusunda önemli rol oynamaktadır.

CDS işlemini ülkemizden bir örnek ile açıklayacak olursak; Türkiye'nin 28 Mart 2016 itibarıyla CDS puanı 270,00 olarak işlem görmektedir. Bir yatırımcı elinde 5 yıl vadeli 10.000.000 \$ tutarındaki bir Türkiye'nin tahvilini bulundurması durumunda ve ödenmeme riskine karşı oluşabilecek riski transfer etmek amacıyla belli bir prim ödeyecektir. CDS primi 270.000 \$ ödeyerek alacaklı borcunu, ödenmeme riskine karşı koruyacaktır. Borçlu garanti etmek istediği borcun %2,7'lik kısmına eşit olan prim ödemesi gerekmektedir. Bir baz puan 0,0001 (%0,01) olduğuna göre $270,00 \times 0,0001 = 0,027 = \%2,7$ sonucunu baz puan üzerinden giderek de hesaplamak mümkündür (Sayılgan, 2014).

2.5.6.4.3. Kokteyl Swaplar

Birden fazla swap işlemini bir arada barındıran swaplara kokteyl swaplar denilmektedir. Bir swap türünün ilerleyen zaman içinde başka bir swap türüne dönüştürülmesi gerekmektedir. Arbitraj olanağı yakalamak amacıyla da böyle bir dönüştürme yapılabilir. Örneğin; bir bankanın 40 milyon Japon Yeni tahvil ihraç ettiğini varsayalım. Daha sonra bu tahvil sabit faizli İsveç Frangı ile swap edilebilir, sonra sabit faizli ABD doları ile swap edilebilir. Hatta daha sonra değişken faizli ABD doları ile swap edilebilir. Böylece bir swap ağı oluşturulur (Chambers, 1998: 141).

2.5.6.4.4. Değişken Anaparalı Swap

Anaparanın miktarının zaman içinde artış ve azalış gösterebildiği swap türüdür (Bolak 1998, 113). Finansman ihtiyaçlarının zaman içinde değişkenlik göstermesi durumunda bu tür swaplara ihtiyaç duyulmaktadır. Başlangıçta anapara tutarı düşük olup, zaman içinde artarsa artan swap, ana para, zaman içinde azalırsa azalan swap olarak ismlendirilmektedir (Doğukanlı, 2012: 107).

2.5.6.4.5. Başlangıcı Gecikebilen Swap

Swaplar genellikle sözleşmenin imzalanmasını izleyen iki gün ya da en çok bir hafta içinde başlarlar. Ancak müşterinin arzusu uyarınca, tüm koşulları şimdiden belirlenmek üzere, haftalar ya da aylar sonra yürürlüğe girecek swap anlaşmaları yapılabilir (Bolak, 1998: 113).

2.5.6.4.6. Vadeli (Forward) Swap

Koşulların önceden belirlendiği ve işlemin gelecekte bir tarihte gerçekleşeceği swap işlemidir. Gelecekte oluşabilecek kur riskine karşı belirli bir beklentilerin olması durumunda kur riskinden korunmak amacıyla gerçekleştirilen swap işlemidir.

2.5.6.4.7. Swap Opsiyonları (Swaptions)

Gelecekte belirli bir tarihte bir swap sözleşmesine girme veya sözleşmeyi iptal etme hakkı tanıyan swap işlemidir. Başka bir deyişle, swap ve opsiyon sözleşme tekniklerinin birlikte kullanılmasıdır. Swap opsiyon işlemlerinde, opsiyon alıcısı belli bir prim ödemesi karşılığında swap anlaşmasına girme veya swap anlaşmasından çıkma hakkı elde edecektir.

2.5.6.4.8. Swap Depoları

Swap depoları, simetrik ihtiyaçları olan tarafları bir araya getirmek ve bu tarafların birbirlerini bulması, pratik olarak hemen hemen imkansızdır. Bundan dolayı swap bankası, swap işleminin karşı tarafını buluncaya kadar, swap işlemine taraf olarak girebilmektedir. Bir başka deyişle açık pozisyonlu swap işlemleri olarak da adlandırılmaktadır. Swap işlemlerinde uygulanan bu yöntem, swap piyasalarının gelişiminde önemli rol oynamıştır. Swap bankası, herhangi bir swap işlemine sabit faiz ödeyicisi veya sabit faiz alıcısı olarak girmek için istediği alım-satım kotasyonundan kâr elde etmeyi amaçlamaktadır (Karabıyık ve Anbar, 2010: 358).

Swap bankası, bu süre içerisinde swap işleminden oluşabilecek riski üzerinde taşımak istemeyecek ve bu riski aktarabileceği bir karşı taraf bulmaya çalışacaktır. Swap bankası, karşı taraf buluncaya kadar, tahvil veya futures piyasalarında riski yönetmek amaçlı pozisyon olarak korunmaya çalışacaktır. Uluslararası mali piyasalarda faaliyet gösteren büyük işletmeler, swap işlemlerinde karşı tarafı bulmadan swap işlemi gerçekleştirmektedir. Fakat müşterilerin istediği anda swap işlemlerinde karşı taraf bulma zorluğu, bu bankaların swap işlemlerine karşı tarafı bulmadan gerçekleştirmelerine neden olmaktadır.

2.5.7. Swap Pozisyonunun Kapatılması

Swap işlemlerinde taraf olunan pozisyonların kapatılması iki şekilde yapılabilmektedir. Swaplar, vadesinden önce, ya bir başka yatırımcıya veya swap banka geri satılarak sonlandırılabilir. Swap pozisyonunu sonlandırmak isteyen taraf, kendi pozisyonunu başka bir yatırımcıya satabilir. Bu durumda, swap işlemindeki bütün hak ve sorumluluklar yeni alıcıya devrolmaktadır. Aynı zamanda, karşı tarafın bu satışa onay vermesi ve söz konusu taraf ile yeni tarafın birbirlerinin risk değerlerini de kabul etmeleri gerekmektedir. Bir diğer swap pozisyonunun kapatılması ise, swap işleminin swap banka veya aracı kuruma satılması işlemi ile sonlandırılabilir. Swap işleminin tarafları, swapın piyasa değerini belirler ve uygun ücret ödeyerek swapa son verirler. Bu ücret, swap sözleşmesinde belirlenen faiz oranı ile piyasadaki cari faiz oranı arasındaki farkı temsil etmektedir. Swap pozisyonunun kapatılmasıyla birlikte taraflar swap işlemiyle bütün ilişkilerini keserken, aracı kurum ikincil piyasada swapın karşı tarafını oluşturacak yeni taraflar arar (Chambers, 1998: 144).

2.5.8. Swapın Diğer Türev Ürünlerden Farkları

Swap sözleşmeler ile opsiyon ve futures sözleşmeler arasında bazı farklar mevcuttur. Bunların ayrıntısına girmemekle birlikte bu sözleşmeler arasındaki farkları belirtmek hem swap işlemlerinin niteliğinin daha iyi kavranmasını sağlayacak hem de swap işlemlerinin tercih edilme nedenlerini ortaya koyacaktır. Bu farkları kısaca şöyle açıklayabiliriz;

- Swap sözleşmelerin forward sözleşmeler gibi standart bir tipi bulunmamaktadır. Tarafların istek ve ihtiyaçları doğrultusunda sözleşmeler oluşturulmaktadır. Ancak futures ve opsiyon sözleşmeleri standart olup organize piyasalarda yapılan işlemlerdir.
- Belirli bir standartı olmaması ve organize piyasada işlem görmemesi nedeniyle swap sözleşmeleri ticari sırları saklama özelliğine sahiptir. Fakat futures ve opsiyon sözleşmeleri yapısı itibariyle şeffaf ve kamuya açık borsada olması nedeniyle ticari sırları saklama özelliğine sahip değildirler.
- Swap işlemlerin nasıl oluşturulacağı yönünde kapsamlı düzenlemeler bulunmamaktadır. Ancak futures ve opsiyon işlemleri ise belli standartlarda ve kurallar çerçevesinde organize piyasalarda işleme konu oldukları için, bu işlemlerin uygulaması yönünde ayrıntılı düzenlemeler bulunmaktadır.
- Swap sözleşmelerinde süreler (vade), tarafların inisiyatifine bağlı olarak belirlenmektedir. Swap sözleşmeleri için yaygın olarak kullanılan vade 2-4 ay aralığındadır. Fakat futures sözleşmeler için vade 3 ay ile 3 yıl arasında değişmektedir. Ağırlıklı olarak 9 aylık sözleşmeler bu piyasalarda kullanılmaktadır.

2.6. Türev Finansal Krizler ve Finansal Kriz Sonrası Türev Ürünler İle İlgili Düzenlemeleri

Finansal piyasalarda gelecekle ilgili her zaman bir belirsizlik vardır. Bu belirsizliği gidermek amacıyla risk yönetim piyasaları olarak bilinen türev ürün piyasalarında risk yönetim araçları olarak isimlendirilen türev enstrümanlar kullanılmaktadır. Türev enstrümanlar gelecekteki nakit akışlarını, bugünden anlaşılıp sabitleyerek oluşturulan risk yönetim araçlarıdır. Ancak bu türev enstrümanların yanlış kullanımları durumunda riski yönetmek yerine yeni risk oluşumuna neden olabilmektedir.

1988’de Alman petrol ticaret şirketi Metallgesellschaft, petrol fiyatlarının düştüğü zaman petrol üzerine vadeli işlem kontratı olarak, 382 milyon \$ kaybetmiştir. Bu kayıptan, firma kötü yönetim nedeniyle suçlanmıştır. Sonraki yıl, Londra Hammersmith ve Fulham meclisi 600’den fazla faiz swap’ı ve değeri 9,5 milyar \$’ın üzerindeki opsiyon pozisyonuyla 300 milyon \$ zarar etmiştir. Mortgage üzerine yapılan türev kontratları da yapıldıkları ilk zamanlarda büyük finansal kayıplara neden olmuştur. Merrill Lynch,

1980'lerin başında 400 milyon \$ kaybetmiştir. Bu zarar, kıymetli evrak piyasasındaki sadece faiz volatilitesindeki beklenmeyen durumdan kaynaklanmıştır. Diğer mortgage türev ürün pozisyonları olan işletmelerde aynı zararlarla karşılaşmışlardır. Örneğin: Askin kıymetler, 1994'te 400 milyon \$ kaybetmiştir. Corporate Capital Credit Union 1995'te 120 milyon \$ kaybetmiş, Ellington Capital 1998'de 1,5 milyar \$ kaybetmiş ve Beacon Hill 2003'de 470 milyon \$ kaybetmiştir. 1995 yılında yaşanan Barings Bank krizi türev ürün piyasalarındaki en büyük krizlerdendir. Barings'in itibari değerinin yarısı tutarında, yani 1 milyar Euro kaybetmesine neden olmuştur. Bu kayıp firmanın öz sermayesini tümüyle yok etmiştir (Kayahan, 2006: 240-242).

2008 yılında ABD'de meydana gelen finansal kriz sonrası, türev ürün ve türev piyasaları ile ilgili önemli düzenleme ve değişiklikler gerçekleştirilmiştir. Finansal kurumlarda meydana gelen olumsuzluklar sonucu türev piyasaların işleyişinin bir kez daha gözden geçirilmesi ihtiyacı doğmuştur. Tezgâhüstü piyasasında gerçekleşen türev işlemleri merkezi karşı taraf yolu ile takas edilmelidir uygulaması başlamalıdır. Amaç tezgâhüstü piyasada işlem gören türev işlemlerdeki sistematik riski minimize edebilmektir. Özellikle Lehman Brothers gibi firmaların batması sonrası, çok sayıda banka ve finans kurumunun tezgâhüstü piyasalarda işlem gören forward ve swap işlemlerindeki alacaklarını tahsil edememişlerdir. Bunun sonucu olarak finansal sistemde meydana gelebilecek diğer finansal krizlerin domino etkisini en aza indiregeyebilmek için, önemli düzenlemeler yapılmıştır (Parasız, 2009: 108-111).

2.7. Yeni Türev Ürün Düzenlemeleri

Eylül 2009'da, G20 ülkeleri tarafından türev ürün düzenlemeleri ile ilgili alınan en önemli karar, tüm standart tezgâhüstü türev işlemleri için organize piyasalarda işlem görmesi gerektiğidir. 2010 yılında ABD'de kabul gören Dodd-Frank yasası tezgâhüstü piyasaların kontrolü ve düzenlemesine ilişkin önemli yaptırımlar içermektedir. Düzenlemenin temelinde aşırı risk alınması ve sorumsuz ticari davranışların söz konusu otoritelerin denetiminden kaçmasını önlemeye yönelik yaptırımlar yer almaktadır. Aynı zamanda türev piyasalar ile ilgili verilerin toplanması ve yayınlanması yönünde düzenlemeler yapılarak piyasanın şeffaflığının sağlanması amaçlanmaktadır. Bununla birlikte konu ile ilgili ilk olarak atılan en önemli adım, ABD'de bulunan vadeli işlemler

için düzenleyici otorite konumunda olan CFTC (Commodity Futures Trading commission)'nin standart swap sözleşmeleri için düzenleme sürecini başlatmasıdır. Türev araç piyasaları ile ilgili bir diğer düzenleme, swap işlemlerine taraf olan aracı ve swap taraflarının yükümlülüklerini yerine getirebilmesini sağlamak amacıyla yükümlülüklerini karşılayacak miktarda kaynak bulundurma yükümlülüğü uygulanmaya başlanmıştır. Bununla birlikte piyasa düzenleyicilerine verilen yetkiyle aracılar ve swap taraflarına sermaye yükümlülüğü getirilebilecektir. Aynı zamanda ABD'de yaşanan türev araç piyasaları ile ilgili bu gelişmeler paralel bir şekilde Avrupa Birliği'nde de görülmektedir. AB ülkeleri yaşanan finansal krizin ardından yaşanan gelişmeler ışığında European Market Infrastructure Regulation (EMIR) (Avrupa Piyasası Türev Ürünler Düzenlemeleri) adı altında düzenlemeler yapmıştır. Bu düzenlemelerle tezgâhüstü türev piyasaların organize piyasa haline getirilmesi hedeflenmektedir (Ergincan ve Yayla, 2013: 61-69). Yeni düzenlemelerin ağırlık merkezinde merkezi karşı taraf mekanizması ve raporlama zorunlulukları bulunmaktadır. Bu düzenlemelerle tezgâhüstü türev piyasalarda alım satımdan kaynakların risklerin azaltılması ve şeffaflık kazandırılması ve denetim altına alınması amaçlanmıştır.

2.7.1. Merkezi Takas Sistemi

Tezgâhüstü türev piyasalar için krizden önce genel bir takas sistemi mevcut değildi. Kriz sonrası bir merkezi takas mekanizması oluşturulması amaçlanmıştır. CCP (central counterparty) ismi ile merkezi takas mekanizması oluşturulmuştur. Oluşturan bu yeni mekanizmanın amacı, organize türev piyasalarda bulunan takas sistemine benzer bir takas sistemi kurulmasıdır. Oluşturulan bu mekanizma ile swap işlemlerinde başlangıç teminatı uygulanmaya başlamıştır. Diğer bir risk unsuru olan, temerrüt oluşması durumunda oluşan riskler için sigorta payı alınmaktadır. Yapılan bu yenilikler ile tezgâhüstü piyasalarda kriz öncesinde meydana gelen riskleri kontrol etmek ve organize bir piyasa olması amaçlanmıştır. Kriz sonrası yapılan bu yenilikçi düzenlemeler ile birlikte hemen hemen tüm türev işlemler için hem tezgâhüstü hemde organize piyasada işlem gören türev işlemler için teminat uygulanması planlanmaktadır (Saltoğlu, 2015: 55).

2.7.2. Raporlama Zorunlulukları

Türev işlemler için kriz öncesinde iki taraf arasında yapılan işlemlerin tezgâhüstü piyasalarda başka bir makama bildirilme zorunluluğu mevcut değildi. 2011 yılında buna

yönelik bir oluşum olan Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC) isimli resmi bir oluşum gerçekleştirilmiştir. Bu oluşum ile birlikte tezgâhüstü piyasalarda, gerçekleştirilen belirli bir işlem miktarı üzerindeki her türlü işlemin bu kuruluşa bildirilmesi zorunlu hale getirilmiştir. Yapılan bu değişiklik sonucu türev piyasalarında teminatlandırma ve raporlama konusuna önem verilmiş aynı zamanda yapılan işlemler için piyasada daha çok kontrollü ve muhafazakar bir şekilde işlem yapılması amaçlanmıştır. Bu doğrultuda ABD'de çıkarılan Dodd Frank yasasının yürürlüğe girmesinden sonra, ABD'de tezgâhüstü piyasada gerçekleştirilen türev işlemler için çok daha sıkı bir kontrol süreci başlamıştır. Bu değişimle tezgâhüstü türev işlem hacminin merkezi olarak izlenebilmesi amacıyla bu tür işlemlere ait bilgilerin raporlanması istenmektedir (Saltoğlu, 2015: 56).

BÖLÜM 3: TÜREV PİYASALARIN GELİŞİMİ VE İŞLEYİŞİ

Bu bölümde türev piyasaların Dünya genelinde ve Türkiye özelinde gelişimi hakkında bilgi verilecek, ardından türev piyasaların Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda (VIOP) işleyişi açıklanacaktır.

3.1. Dünyada Türev İşlemlerin Hacmi

Vadeli işlem ve opsiyon borsalarında işlem gören türev ürünlerin, 2014 ve 2015 yılındaki WFE (World Federation of Exchanges) tarafından yayınlanan işlem adetleri ve işlem hacmi incelenmiştir.

Geçmişe dönük olarak türev piyasaların hacmini incelediğimizde özellikle 2008 yılında meydana gelen finansal krizden sonra türev piyasaların önemi daha da artmıştır. Finansal krizin güven krizine dönüştüğü yeni ekonomik sistemde türev işlemler risk yönetimi açısından piyasa katılımcılarının vazgeçilmez finansal enstrümanı haline gelmiştir.

FOI (Futures and Options Intelligence) verilerine göre türev piyasaların hacimleri 1980 yılında türev işlemlerin organize piyasalarda işleme yeni açıldığı dönemde 58 milyon adet iken 1985 yılında 277 milyon adet olarak gerçekleşmiştir. 1990 yılında ise 663 milyon adet, 1995 yılında 1.270 milyon adet, 2000 yılında 2.989 milyon adet, 2005 yılında 9.973 milyon adet, son olarak 2010 yılında ise 22.149 milyon adet işlem gerçekleştirilmiştir. Global organize türev piyasalarda gerçekleşen işlemlerin her yıl artış gösterdiği görülmektedir (Ersoy, 2011: 65).

Global organize türev piyasalarda gerçekleşen türev işlem adetleri Tablo 3.1'de gösterilmiştir.

Tablo 11: Türev İşlemlerin Adetleri

İşlem Miktarı (Milyon Adet)	2014	2015
Futures	11.086	12.710
Opsiyon	9.400	9.379
Toplam	20.486	22.089

Kaynak: WFE (World Federation of Exchanges)

Organize borsalarda işlem gören türev ürünlerin hacimlerine 2014 ve 2015 yılı için baktığımızda ortalama 21 milyar adet işlemin gerçekleştiği görülmektedir. 2015 yılındaki değişimin fazla olmadığı yatay seyir izlediği görülmektedir. 2015 yılında gerçekleşen işlemlerin 12 milyar adet olan kısmı futures sözleşmeleri, 9 milyar adedi opsiyon sözleşmelerine aittir. Dayanak varlık bazında işlemlerin % 60'ı futures sözleşmelerine % 40'ı ise opsiyon sözleşmelerine aittir.

Global organize türev piyasalarda gerçekleşen futures işlemlerin dayanak varlık bazında görünümü Tablo 3.2'de gösterilmiştir.

Tablo 12: Dayanak Varlık Bazında Futures İşlem Adetleri (2014-2015)

	2014	2015
İşlem Miktarı (Milyon Adet)	11.086	12.710
Faiz	2.663	2.361
Hisse Senedi Endeks	3.458	2.737
Döviz	2.357	2.028
Emtia	1.584	4.686
Hisse Senedi	1.023	897
Borsa Yatırım Fonu	1	2

Kaynak: WFE (World Federation of Exchanges)

Dayanak varlık bazında gerçekleşen işlem miktarlarını incelediğimizde yatay bir seyir izlediği görülmektedir. Endeks işlemlerinin önemli bir pozisyonda olduğu aynı zamanda faiz ve döviz işlemleri risk yönetimi açısından önem arz ettiği görülmektedir.

WFE (World Federation of Exchanges) verilerine göre, organize türev piyasalarında işlem gören opsiyon sözleşmelerinin dayanak varlık bazında gerçekleşen işlem adetleri Tablo 13'de gösterilmiştir.

Tablo 13: Dayanak Varlık Bazında Opsiyon İşlem Adetleri

	2014	2015
İşlem Hacmi (Milyar \$)	435,881	405,883
Faiz	321,084	266,806
Hisse Senedi Endeks	8.887	124,353
Döviz	99,123	3,105
Emtia	2,670	6,727
Hisse Senedi	3,841	4,227
Borsa Yatırım Fonu	275	666

Kaynak: WFE (World Federation of Exchanges)

WFE (World Federation of Exchanges), türev ürünlerin işlem gördüğü borsaların 2014 ve 2015 yılı verileri incelediğimizde, işlemlerin büyük bir kısmı CME Group'ta üretildiği görülmektedir. Avrupa'da ise bu gelişmelere paralel önemli gelişmeler görülmüş, bazı ülke borsalarının birleşmesiyle işlem hacmi oldukça yüksek borsalar oluşmuştur. Türkiye'de türev piyasaların öneminin giderek arttığı görülmektedir. Dünya sıralamasında yükselişi, gün geçtikçe giderek artan ürün çeşitliliği ve yatırımcıya sağladığı güven ile bölgesinde yatırımcıların dikkatini çekmektedir.

3.3. Türev Piyasaların İşlem Hacimleri

Türev işlemlerin hacimlerini WFE (World Federation of Exchanges) verilerine göre 58 borsada gerçekleşen işlemler sonucu oluşan performansları ABD doları cinsinden Milyar Dolar bazında Tablo 14'de gösterilmiştir.

Tablo 14: Türev İşlemlerin Hacimleri

İşlem Hacmi (Milyar \$)	2014	2015
-------------------------	-------------	-------------

Futures	1,694,044	1,251,649
Opsiyon	435,881	405,883
Toplam	2,399,925	1,657,532

Kaynak: WFE (World Federation of Exchanges)

Türev piyasaların büyüklüğünü anlayabilmek için bir örnek verecek olursak, ABD’de milli gelirin 14 trilyon ABD Doları olduğunu düşündüğümüzde türev piyasaların büyüklüğünü daha iyi anlamış oluruz. Dünyada meydana gelen finansal krizin ardından vadeli işlem ve opsiyon piyasalarının işlem hacimlerinde daralma meydana gelmiştir. 2013 yılında yeniden toparlanmış, 2014 yılında yatay bir seyir izlemiş, toplam türev hacmi yıllık bazda % 2 azalarak 2,3 katrilyon dolara gerilemiştir (TSPB, 2015). 2015 yılı verileri göz önüne alındığında türev piyasa işlemlerinin % 22 gibi büyük bir düşüş sonucu 1,6 katrilyon dolara gerilemiştir.

WFE (World Federation of Exchanges) verilerine göre, dayanak varlık bazında gerçekleşen futures işlem hacimleri Tablo 3.5’te sunulmuştur.

Tablo 15: Dayanak Varlık Bazında Futures İşlem Hacimleri

	2014	2015
İşlem Hacmi (Milyar \$)	1,694,044	1,251,649
Faiz	1,168,383	927,639
Hisse Senedi Endeks	101,009	181,645
Döviz	133,117	54,259
Emtia	288,998	84,075
Hisse Senedi	2,537	4,017
Borsa Yatırım Fonu	1	14

Kaynak: WFE (World Federation of Exchanges)

Dayanak varlık bazında türev piyasaların işlem hacimlerini incelediğimizde, döviz kontratlarının önemli bir artış gösterdiği görülmektedir. Özellikle piyasa katılımcıları tarafından kur riski ve faiz riski etkisini kontrol etmek amacıyla kullanılan döviz ve faiz işlem kontratları piyasaların en önemli risk yönetim araçlarını oluşturmaktadır. Emtia kontratları üzerine yapılan işlemler ise, daha çok geleceğe yönelik fiyat keşfi amaçlı kullanılmaktadır. Emtia piyasalarında meydana gelen dalgalanmalar işlem hacminin artmasına yol açmaktadır.

Dünyada 2014 ve 2015 yılında gerçekleşen opsiyon işlem hacimlerini WFE (World Federation of Exchanges) verilerine göre, dayanak varlık bazında Tablo 16'da sunulmuştur.

Tablo 16: Dayanak Varlık Bazında Opsiyon İşlem Hacimleri

	2014	2015
İşlem Hacmi (Milyar \$)	435,881	405,883
Faiz	321,084	266,806
Hisse Senedi Endeks	8.887	124,353
Döviz	99,123	3,105
Emtia	2,670	6,727
Hisse Senedi	3,841	4,227
Borsa Yatırım Fonu	275	666

Kaynak: WFE (World Federation of Exchanges)

Organize piyasalarda yatırımcıların maruz kaldıkları riske göre türev ürünler üzerine konu olan dayanak varlık faiz riskine karşı ağırlıklı olarak dayanak varlık bazında faiz üzerine yazılmaktadır. Faiz üzerine yapılan türev işlemleri, hisse ve en son da kur üzerine yapılan işlemler takip etmektedir. Söz konusu verilere baktığımızda, dayanak varlık bazında türev ürünler içinde hem vadeli hem de opsiyon sözleşmelerinde faiz kontratları önemli bir yere sahiptir. Opsiyon işlemlerinin vadeli işlemlere oranla daha az

tercih edildiği görülmektedir. Borsa bazında futures işlem hacimleri Tablo 17’de sunulmaktadır.

Tablo 17: Borsa Bazında Futures İşlem Hacimleri

	Borsa	2014	2015
1	CME Group	902,950	879,624
2	ICE Futures Europe	266,675	85,353
3	China Financial Futures Exchange	26,437	64,382
4	Deutsche Börse	87,722	47,327
5	BM&FBovespa	275,361	37,762
6	ASX SFE Derivatives Trading	33,263	36,528
7	Bourse de Montreal	23,165	14,771
8	Korea Exchange	8,123	11,844
9	London Metal Exchange	14,130	11,317
10	Shanghai Futures Exchange	10,193	9,795
25	Borsa İstanbul (BİST)	199	209

Kaynak: WFE (World Federation of Exchanges)

Borsaları karşılaştırdığımızda CME grubu, 903 trilyon dolarlık işlem hacmiyle diğer yıllarda olduğu gibi ilk sırada yer aldığı görülmektedir. Dünya borsalarında gerçekleşen toplam işlem hacminin %53’ CME grup altında üretilmektedir. Tablo 17’de göze çarpan işlem hacmi bakımından bir önceki sene sıralamada alt taraflarda yer alan Brezilyalı BM&FBOVESPA borsasında meydana gelen yukarı yönlü artışın sebebi yeni işleme açılan döviz kontratlarıdır. Borsa İstanbul’da gerçekleşen vadeli işlemlerin hacimlerini incelediğimizde 2014 yılında TL bazında toplam vadeli işlem hacminin %5 arttığı görülürken, dolar bazında toplam vadeli işlem hacmi %9 azalarak 199 milyar dolar işlem ile 27. sıraya gerilemiştir (TSPB, 2015).

Dünyada gerçekleşen vadeli işlemlerin bölgesel bazda görünümünü 2014 ve 2015 verileri Tablo 18’de sunulmaktadır.

Tablo 18: Futures İşlemlerin Bölgesel Bazda Hacimleri

Bölgeler (Milyar \$)	2014	2015
Amerika	1,208,279	939,247
Asya-Pasifik	105,345	164,038
Avrupa-Afrika-Orta Doğu	380,420	148,364
Toplam	1,694,044	1,251,649

Kaynak: WFE (World Federation of Exchanges)

Vadeli işlemlerin bölgesel bazda Amerika ve Avrupa bölgesinde yoğunlaştığı görülmektedir. Özellikle Amerika bölgesinde faize dayalı türev işlemlerin artış gösterdiği görülmektedir.

Dünya’da organize borsalarda işleme konu olan opsiyon sözleşmelerinin 2014 yılındaki hacimlerini WFE (World Federation of Exchanges) verilerine göre incelediğimizde işlem hacimlerinde CME grubu 258 trilyon dolar ile ilk sırada yer almaktadır. Opsiyon sözleşmelerine 2014 yılı için bölgesel bazda yapılan işlem hacmi ve işlem miktarına bakıldığında, işlemlerin Amerika bölgesinde yoğunlaştığı görülmektedir (TSPB, 2015).

Türkiye’de henüz daha yeni kurulmaya başlanan ve henüz gelişmekte olan Borsa İstanbul opsiyon piyasasında işlemler 1 milyar doların altında olup, verisi incelenen 30 borsa arasında 25. sırada yer almıştır (World Federation of Exchanges, 2016).

Global tezgâhüstü piyasalarda işleme konu olan sözleşmelerin kontrat değeri organize borsalarda işleme konu olan türev sözleşmelerin kontrat değerine göre daha fazla olmakla birlikte, 2014 yılında yaklaşık 630 trilyon dolar gibi büyük piyasa değerine sahiptir. Dayanak varlık bazında 2014 yılında 505 trilyon ABD doları ile faiz oranı sözleşmeleri tezgâhüstü piyasalarda en çok işlem gören sözleşmelerdir. Kura dayalı daynak sözleşmelerin kontrat tutarlarına bakıldığında; 75,879 trilyon ABD doları, kredi temerrüt takas sözleşmeleri 16,399 trilyon ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Türev

işlemlerin hacimlerinde önemli değişiklikler yaşanmıştır. 2000'li yıllardan itibaren büyük değişim gösteren türev piyasa hacmi 94 trilyon ABD doları iken 2014 yılında yatırımcılar tarafından ilgi görerek küresel hasılanın yaklaşık on katına çıkarak 630 trilyon ABD dolarına ulaşmıştır (Kaya ve Akın, 2015: 388).

3.4. Türkiye’de Türev Piyasalara Genel Bakış

Türkiye’de 1980 yılına kadar türev işlemler üzerine gelişme olmamıştır. Türkiye ekonomisinin dışa kapalı ve devletçi bir yapıda olmasından kaynaklı olarak fiyatların devlet tarafından tek taraflı belirlenmesinden dolayı türev piyasalara ihtiyaç olmamıştır. Piyasada fiyat değişimlerinden kaynaklı risk oluşmadığı için türev piyasaların amacının da hedging olmasından dolayı gerekli koşullar oluşmadığı için Türkiye’de türev piyasalar gelişmemiştir. Türev piyasaların oluşabilmesi için en önemli faktörlerden biri, sözleşmeye konu olan dayanak varlığın spot piyasada oluşan fiyatının serbest bir biçimde ve piyasa tarafından belirlenmesidir. Dünyada türev piyasaların oluşumu tarımsal ürünler üzerine oluşturulan sözleşmeler ile başlamıştır. Türkiye ekonomisinin büyük bir kısmı tarıma dayanmaktadır. 1980 öncesinde Türkiye’de tarımsal ürünlerin fiyatları ve faiz oranları devlet tarafından tek taraflı olarak belirlenmekteydi. Tarımsal ürün fiyatlarının taban fiyat uygulaması ile devlet tarafından belirlenmesi türev işlemlerin gelişmesini kısıtlamıştır. Sabit kur sisteminin uygulanışı ve döviz kurlarının serbest bir biçimde oluşmaması türev piyasaların gelişim sürecini olumsuz etkilemiştir (Erol, 1999: 427-428).

Türkiye’de 1986 yılına kadar gerçek anlamda bir menkul kıymet borsası bulunmamaktadır. 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) hukuki alt yapısının oluşturulması ile birlikte menkul kıymetler ve spot borsası dışında vadeli işlemler ve opsiyon borsaları kurulması yanında kıymetli madenler borsalarının da kurulması kararlaştırılmıştır. Gerekli ortam ve düzenlemeler olmadığı için Türkiye’de türev piyasaların gelişmesi gecikmiştir (Karslı, 1994: 243).

1980’den sonra finansal sistemde meydana gelen değişimle finansal sistemin liberalleşmesi sürecinde fiyatların piyasada serbest bir şekilde oluşması ile oluşan dışa açık ihracata dayalı bir büyüme sistemine geçişi beraberinde getirmiştir. Bu gelişmelerin yanında faiz oranı ve döviz kuru üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasıyla piyasada fiyatların oluşumu serbestçe belirlenmeye başlanmıştır. İhracatın serbestleşmesi ile birlikte döviz ku-

rundaki dalgalanmalar kur riskini ortaya çıkarmıştır. Piyasalarda meydana gelen değişimle TL konvertibl hale gelmiştir. Bu gelişmeye bağlı olarak sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmıştır. Türk sermaye piyasasının temelini oluşturacak olan kurumlar; SPK, İMKB, İstanbul Altın Borsası ve Bankalararası Para Piyasası faaliyete geçmiştir. Piyasalarda meydana gelen bu gelişmeler ve liberalleşme ile birlikte faiz oranı ve döviz kuru gibi piyasa değişkenlerinde dalgalanmaların yaşanmasına neden olmuştur. Piyasalarda oluşan bu riskler finansal sistemin vazgeçilmez unsuru olan türev ürünlere duyulan ihtiyacı artırmıştır. Bu gelişim hızı ilk etapda çok yavaş da olsa tezgâhüstü piyasalarda türev ürünler kullanılmaya başlamıştır. Türkiye’de kurulan organize türev piyasalarına tarihsel süreç içerisinde incelediğimizde ilk organize türev piyasanın 1997 yılında İstanbul Altın Borsası bünyesinde açılan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası olduğu görülmektedir. Daha sonra 2001 yılında İMKB bünyesinde Vadeli İşlemler Piyasası olarak kurulmuştur. 2005 yılında ülkemiz ilk organize ve özel borsası olan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOB) İzmir’de kurulmuştur. 2013 yılında VOB’un Borsa İstanbul bünyesine geçmesiyle birlikte VİOP olarak devam etmektedir. Türkiye bu tarihsel süreçte dört farklı organize türev piyasaya sahip olmuştur (Ersoy, 2011: 77-78).

3.5. Türkiye’de Türev Piyasaların Gelişimi

Türkiye’de türev ürünlerle ilgili ilk yasal düzenleme, vadeli döviz alım satımı, forward üzerine yapılmıştır. 29.12.1983 Tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan, Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 28 Sayılı Karar’ın 4. Maddesinde, bankalar T.C. Merkez Bankası’nca belirlenen esaslar dâhilinde vadeli döviz alım satımı yapabilirler hükmüne yer verilmiştir. Daha sonra 28 Sayılı Karar kaldırılarak, 1984 yılında yayınlanan 30 Sayılı Karar ile vadeli döviz alım satım işlemlerine ilişkin esaslar bu kanunla yürürlüğe girmiştir. Bu süreçte 11.08.1989 Tarihinde yayınlanarak yürürlüğe giren Türk Parası ve Kıymetini Koruma Kanunu Hakkında 32 Sayılı Karar’ın 6. Maddesinde dövize ilişkin işlemlerle ilgili düzenlemelere yer verilmiştir. Bu düzenleme ile vadeli döviz alım satımı gerçek ve tüzel kişiler forward işlemi yapabilecekleri belirtilmiştir (Chambers, 1998: 192).

Türkiye’de, forward işlemler yıllardır çeşitli mal borsaları ve para piyasalarında uygulanmaktadır. 1990 yılından itibaren peşin tahsil edilmeye başlanmasıyla stopaj ve kam-

biyo vergileri nedeniyle oldukça azalmış, yapılan işlemlerin büyük çoğunluğu kıyı bankacılığı merkezlerine kaymıştır. Swap işlemleri ise TCMB ile ticari bankalar arasında 1985 yılında başlatılmıştır (Özalp, 2003: 97).

Türkiye’de futures piyasalarla ilgili ilk yasal düzenleme 1992 yılında yapılmıştır. Bu tarihte yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) görev ve yetkileri belirtilmiştir. Bu yetki ile SPK futures piyasaları ile ilgili düzenlemeleri yapmaya ve futures borsaları açmaya hak kazanmıştır (Chambers, 1998: 193).

1994 yılında meydana gelen ekonomik kriz ile birlikte gelen gelişmeler sonucu TCMB tarafından açılan döviz forward piyasası, daha çok kambiyo piyasasında kontrolü yeniden sağlamak amacıyla kullanılmıştır. Türkiye’de, organize vadeli işlem piyasalarının kurulma çalışmaları çerçevesinde, 1994 yılında, İMKB bünyesinde Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü oluşturulmuştur. Bu gelişmeyi takiben ülkemizde vadeli işlem ve opsiyon uygulaması konusunda ilk düzenleme 23.07.1995 tarih ve 22352 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik” ile yapılmıştır (İstanbul Ticaret Odası, 2006: 11-12). Yayınlanan bu yönetmelikle birlikte SPK vadeli işlem borsalarının açılması için hazırlıklara başlamıştır.

3.5.1. İstanbul Altın Borsası (İAB)

Türkiye’nin ilk organize vadeli işlem ve opsiyon piyasası İstanbul Altın Borsası (İAB) bünyesinde 15.08.1997 yılında altın vadeli işlem sözleşmeleri ile işleme açılmıştır. İstanbul Altın Borsası (İAB) Altına Dayalı Vadeli İşlem ve Opsiyon piyasasında ABD doları (100 ons sözleşme büyüklüğünde) ve TL (1 kg sözleşme büyüklüğünde) olmak üzere iki ayrı büyüklükte düzenlenmiş olan altın vadeli işlem sözleşmeleri (futures) işlem görmüştür (Dikmen, 2008: 16). İstanbul Altın Borsası bünyesinde faaliyetine başlayan vadeli işlem ve opsiyon piyasası işlemlerine konu olan sözleşme sayısı ve işlem değeri Tablo 19’da sunulmaktadır.

Tablo 19: İAB Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası

Yıllar	Sözleşme Sayısı	İşlem Değeri	İşlem Değeri (USD)
--------	-----------------	--------------	--------------------

1997	445	61	13.511.486,15
1998	30	3	833.443,70
1999	47	10	833.443,70
2000	167	17	2.188.447,59
2001	50	4	971.071,66
Toplam	739	95	18.701.580,40

Kaynak: (Dikmen, 2008: 49)

3.5.2.İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Türkiye’de 2001 yılı Şubat ayında meydana gelen ekonomik krizin ardından sabit kura dayalı döviz kuru rejiminden dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Bununla birlikte piyasalarda kur riski yönetimi ihtiyacı ortaya çıkmıştır.

Türev finansal ürünler üzerine yapılacak işlemlerin çeşitli sermaye piyasası araçları ve finansal göstergeler üzerine çeşitlendirilmesi aynı zamanda organize bir piyasada işlem görmesi amacıyla yapılan çalışmalar neticesinde 15 Ağustos 2001 tarihinde döviz vadeli işlemleri ABD doları ve EURO üzerine türev işlem sözleşmeleri piyasada işlem görmeye başlamıştır. İMKB vadeli işlemler piyasası, işlem hacimleri Tablo 20’de sunulmaktadır.

Tablo 20: İMKB Vadeli İşlemler Piyasası

Yıllar	Sözleşme Sayısı	İşlem Değeri	İşlem Değeri (USD)
2001	26	20	2.600.000,00
2002	4	2	400.000,00
2003	0	0	0,00
2004	0	0	0,00
Toplam	30	22	3.000.000,00

Kaynak: (Dikmen, 2008: 49)

Tablo 20’de görüldüğü üzere özellikle birtakım dışsal etkenler nedeniyle arzu edilen gelişmeyi sağlamada yetersiz kalmıştır. Piyasanın daha etkin ve işler hale gelebilmesi için minimum fiyat adımları ve marjlarda değişikliklere gidilmiştir. 2 Ocak 2004’de yapılan değişiklikler ile sözleşme büyüklüğü 1 kontrat için 100.000 ABD doları iken 10.000 ABD dolarına düşürülmüştür. Teminatlar ile ilgili yapılan diğer değişiklik işlem teminatı % 20’den % 12’ye indirilmiş ve işlem teminatı olarak çeşitlendirme yapılarak TL ödemeli hazine bonosu ve devlet tahvilleri de teminata kabul edilmiştir. Piyasalar-daki ihtiyaca uygun olarak yeni TL/Euro sözleşmeleri işleme açılmıştır (İMKB, 2003: 12). Yapılan bu değişikliklere rağmen piyasada toplamda sadece 22 adet işlem gerçekleştirmiştir.

3.5.3. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB)

Türkiye, 2001 krizinden sonra dalgalı kur sistemine geçmesi ile piyasalarda meydana gelen belirsizlikler ve dalgalanmalar sebebiyle risk yönetimi büyük önem kazanmıştır. Finansal piyasaları için bir dönüm noktası olan türev piyasaların gelişimini hızlandıracak ve piyasalarda risk yönetimi açısından büyük bir öneme sahip olan vadeli işlemler Türkiye’deki işlemleri için ilk organize vadeli işlem borsası olan Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan 17/8/2001 tarihli ve 9/1101 sayılı Kararına dayanmaktadır. VOB A.Ş. 19/10/2001 tarih ve 24558 Sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu kararı ile 4/7/2002 tarihinde Ticaret Siciline tescil edilmiş, bu tescil 9/7/2002 tarihli Ticaret Sicili Gazetesinde yayımlanmıştır. Bu tarihten sonra vadeli işlemler için önemli alt yapı olan yasal düzenlemeler ile birlikte Türkiye’deki ilk özel borsa olan VOBAŞ, 4 Şubat 2005 tarihinde elektronik ortamda faaliyetlerine İzmir’de başlayan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) adı altında başlamıştır (VOB, 2008). Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. 4 Şubat 2005 tarihinde faaliyete geçmesiyle birlikte finansal piyasalarda yeni bir dönem başlamıştır.

Türkiye’de 4/7/2002 tarihinde Ticaret Siciline tescil edilerek kurulan vadeli işlemler borsası dünyadaki gelişmeler ışığında anonim şirket şeklinde yapılandırılarak tüzel kişilik kazandırılmıştır. Borsanın sermayesi 6 Trilyon TL olup kurucuları 11 hissedardan oluşmaktadır. Borsanın hissedarlarına ilişkin bilgiler Tablo 21’de sunulmuştur.

Tablo 21: VOB Kurucuları

KURUCULAR	PAY TUTARI (Milyar TL)	PAYORANI (%)
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	360	6
Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	360	6
Akbank T.A.Ş.	360	6
Koçbank A.Ş.	360	6
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	360	6
İzmir Ticaret Borsası	1.020	17
TOBB	1.500	25
İMKB	1.080	18
Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği	360	6
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	60	1
TAKASBANK	180	3
TOPLAM	6.000	100

Kaynak: VOB

Türkiye’de türev piyasaların gelişmesi noktasında zamanla gelişen arz ve talebin etkisiyle risk yönetimine duyulan ihtiyaç doğrultusunda kurulan VOB A.Ş işlemlerine başlamasıyla yoğun ilgi ile karşılaşmıştır. Gelişmiş sermaye piyasalarında türev piyasalar, spot piyasaların yanında vazgeçilmez bir unsurdur. Finansal piyasalarda oluşan riskler türev piyasaların eksikliğini, ülkemizde uzun yıllar hissettirmiştir. Bu eksikliğini gidermek amacıyla 1999 yılında, Sermaye Piyasası Kanun’unda değişiklik gerekli olan yasal alt yapı hazırlanarak vadeli işlem ve opsiyon borsası kurulabilmesi amaçlanmıştır. Bu düzenlemelere paralel olarak 2001 yılında İMKB bünyesinde faaliyetlerine başlayan VOBAŞ yatırımcılar tarafından etkin olarak kullanılmamasının temel nedeni fiyat teminat-

larının ve fiyat adımlarının yüksek olmasıdır. Aynı zamanda tanıtım faaliyetlerinin yetersiz kalması da gelişmemesinde etkili olmuştur. VOB'un gelişme nedenlerini incelediğimizde sözleşme büyüklükleri düzenlenmiş, elektronik ortamdan uzaktan erişimle işleme açılmış ve ayrı bir borsa olarak İzmir'de kurulmuştur. VOB ilk açıldığında 2005 yılında dört ayrı piyasa ile faaliyetlerine başlamıştır. VOB'da işlem gören; Hisse Senedi, Döviz, Faiz, Emtia piyasaları bulunmaktadır (Aşikoğlu ve Kayahan, 2008: 166-167).

3.5.3.1. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) İşlem Hacimleri

Türev piyasalar finansal sistemin önemli unsurlarından biridir. Türkiye'de türev piyasaların eksikliği uzun yıllar hissedilmiştir. İşlem hacimlerine bakıldığında bu durum görülebilmektedir. 2005 yılında piyasalar için büyük bir önem arz eden türev işlemler organize ve özel bir borsa olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOB) faaliyetlerine başlamasıyla birlikte piyasadaki önemli bir eksikliği gidermiştir. VOB'daki işlem gören sözleşme çeşitleri piyasalardaki riske paralel olarak başlıca dört ayrı kategoride işlem görmektedir. Bunlar; Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Döviz VİS), Faiz Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Faiz VİS), Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Endeks VİS) ve Emtia Vadeli İşlem Sözleşmeleridir (Emtia VİS). Her kategori altında da farklı özelliklerine göre çeşitli ürünler bulunmaktadır.

VOB'da işlem gören ürünlere bakacak olursak Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri altında TL/Dolar ve TL/Euro kurları işlem görmektedir. Faiz Vadeli İşlem Sözleşmeleri altında DİBS 91 ve DİBS 365 faiz endeksleri işlem görmektedir. Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri altında İMKB-30 ve İMKB-100 endeksleri işlem görmektedir. Son olarak Emtia Vadeli İşlem Sözleşmeleri altında Ege Pamuk, Anadolu Kırmızı Buğday ve Altın sözleşmeleri olmak üzere toplam 9 ürün işlem görmektedir.

VOB'da 2005-2008 yılları arasında gerçekleşen işlemlerin dayanak varlık bazında işlem hacimleri Tablo 22'de verilmiştir.

Tablo 22: VOB Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacimleri (2005-2008)

	2005	2006	2007	2008
İşlem Hacmi (Milyar TL)	3	17	118	208

Endeks (Milyon TL)	0,658	10,608.4	107,605.8	188,231
Döviz (Milyon TL)	2,240.0	6,747.5	10,426.0	19,629
Emtia (Miyon TL)	0,771	4.2	0.3	99
Faiz (Milyon TL)	20.0	26.0	3.4	3

Kaynak: VOB

Türkiye’de yeni bir piyasa olan türev piyasalar ilk yılında işlem hacmi açısından baktığımızda 11 aylık dönemde 4 Şubat-30 Aralık 2005 tarihleri arasında toplam işlem hacmi, pozisyon kapamalar dâhil 3 milyar TL’lik işlem hacmine ulaşmıştır.

2006 yılında toplam işlem hacmi pozisyon kapamalar dâhil 17 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. VOB’da ürün çeşitlendirilmesi ile birlikte artan hacim görülmektedir. VOB ikinci yılında hacim olarak ilk yıla oranla altı kat kadar büyümüştür. Yani 2005 yılına göre %490 artarak 3.029.588.946 TL’den 17.876.421.270 TL’ye yükselmiştir.

2007 yılında VOB’da gerçekleşen yıllık toplam işlem hacmi 118 milyar TL olarak gerçekleşmekle birlikte bir önceki yıla göre 7 katlık bir artış meydana gelmiştir. 2007 yılında TL cinsinden toplam işlem hacmi 2006 yılına göre %560 artarak 17.876.421.270 TL’den 118.035.442.771 TL’ye yükselmiştir.

Borsa faaliyete geçmesiyle yatırımcılar tarafından artan ilgiyle karşılaşmış, 2005-2007 yılları arasında işlem hacmi 40 katına kadar çıkmıştır. Ülkemizde organize türev piyasaların kısa bir geçmişi olmasına rağmen VOB hızlı büyümeye devam etmektedir. Ancak finansal sistemde meydana gelen krizle birlikte büyüme ivmesi ilk yıllara oranla azalmıştır. 2009 yılına bakacak olursak, 2008 yılına göre % 61 artarak 334 milyar TL’ye yükselen VOB’un işlem hacmindeki büyüme hızı daha önceki yıllara göre yavaşlamıştır.

VOB’da işlem hacminin artmasındaki en önemli etkenlerden biri de piyasada artan risklere karşı geliştirilen yeni finansal ürünler VOB’un işlem hacmini artırmıştır. 2006 yılının Nisan ayında ilk defa G-DİBS adı verilen, dayanak varlığı “Gösterge DİBS” olan kontratlar işlem görmeye başlamıştır. Gösterge DİBS, spot piyasadaki mevcut ve potan-

siyel işlem hacmi ile diğer kriterler göz önüne alınarak Borsa tarafından belirlenen iskontolu DİBS kontratlarıdır. Yeni işleme giren bu ürün ile VOB'da işlem gören ürün sayısı toplamda 10 olmuştur.

VOB'da 2005-2008 yılları arasında gerçekleşen işlem adetleri dayanak varlık bazında Tablo 23'de verilmiştir.

Tablo 23: VOB Dayanak Varlık Bazında İşlem Adedi (2005-2008)

	2005	2006	2007	2008
İşlem Adedi	1,771.308	6,628.503	24,867.033	54,472.835
Endeks (Adet)	164.931	2.194.245	17.016.913	40.334.968
Döviz (Adet)	1.603.797	4.429.502	7.849.609	14.110.292
Emtia (Adet)	396	1.438	110	27.155
Faiz (Adet)	2.184	3.318	401	420

Kaynak: VOB

VOB'da 2005-2009 yılları arasında işlem hacimlerine paralel olarak işlem adetlerinde de önemli artış görülmektedir. Türkiye'de türev piyasaları, yeni olması ve bilinmemesine rağmen ilk yıl 1.771.308 adet işlem gerçekleşmiştir. 2009 yılında 79.431.343 adet işlem gerçekleşerek, yıllar itibariyle ürün çeşitliliğinin artması ile birlikte hızlı bir artış göstermiştir. Dünya türev piyasalarında olduğu gibi Türkiye'de vadeli işlem ürünlerinden ağırlıklı iki ürün üzerine işlem yapılmaktadır. Endeks ve döviz vadeli işlem sözleşmelerinin yatırımcılar tarafından yoğun ilgi gördüğü gözlenmektedir.

VOB'da 2009-2012 yılları arasında gerçekleşen işlemlerin dayanak varlık bazında işlem hacimleri Tablo 24'de verilmiştir.

Tablo 24: VOB Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacimleri (2009-2012)

	2009	2010	2011	2012
İşlem Hacmi (Milyon TL)	334.172	431,682	439,799	403,933
Endeks	310,941	419,605	402,063	376,105

Döviz	22,633	11,155	34,453	23,291
Emtia	594	872	3,278	4,524
Enerji	-	-	3	13
Faiz	5	50	3	0.2

Kaynak: VOB

2009 yılına kıyasla toplam işlem hacmi 2010 yılında % 29 artarak 334.172.858.081 TL'den 431.681.986.516 TL'ye yükselmiştir. VOB'da büyüme hızı 2007 yılından sonra yavaşlamıştır.

VOB'da ürün çeşitliliği artmaya başlamış ve bununla birlikte yatırımcının daha çok ilgisini çekmiştir. VOB, yatırımcılar için piyasada oluşabilecek risklerin minimize edilmesi açısından fırsatlar sunmaktadır. 2010 sonu itibariyle, VOB'da TL/gr birimli altına dayalı vadeli işlem sözleşmeleri ile Aralık 2010'dan itibaren dolar/ons birimli altın vadeli işlem sözleşmeleri de piyasada işlem gören ürünlerdendir. Aralık 2010'dan itibaren Avro/Dolar paritesine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmektedir. İMKB-30 ve İMKB-100 endeksleri ile Aralık 2010'dan itibaren bu iki endeksin farkını dayanak alan toplam 13 farklı vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmektedir.

2011 yılında toplam işlem hacmi 2010 yılına göre % 2 artarak 431.681.986.516 TL'den 439.799.289.264 TL'ye yükselmiştir. 2011 yılında VOB'da Canlı Hayvan Vadeli İşlem Sözleşmesi ve Baz Yük Elektrik vadeli işlem sözleşmeleri ile iki yeni türev ürün işleme girmiştir. Yeni ürünler ile 4 ayrı piyasada 13 farklı vadeli işlem sözleşmesi işlem görmeye başlamıştır.

VOB'un işlem hacimlerini incelediğimizde kuruluşundan itibaren 2010 yılına kadar artış göstermektedir. Ancak 2011 yılında işlem hacmindeki bu artış, durma noktasına gelmiştir. 2012 yılında ise kuruluşundan itibaren ilk defa işlem hacmi azalmış, 2011 yılında 439.799.289.264 TL olan işlem hacmi 2012 yılında 403.932.738.745 TL'ye düşerek 2011 yılının işlem hacmine oranla % 8 azalmıştır.

2012 yılında dikkat çeken gelişme emtia ürünlerinde görülmüştür. 2011 yılında toplam işlemlerde sadece %1 paya sahip olan emtia sözleşmelerinin işlem hacmi bir önceki yıla

göre %38 artarak 4,5 milyar TL'ye ulaşmıştır. İşlemlerin hemen hemen hepsini altına dayalı (TL/gr ve Dolar/ons) kontratlar oluşturmuştur. Piyasaya 2011 yılında yeni ürün olarak giren Baz Yük Elektrik vadeli işlem sözleşmelerinde 13 milyon TL'lik işlem yapılmıştır. Diğer bir sözleşme olan faiz vadeli işlem sözleşmeleri 2010 yılında 50 milyon TL'ye ulaşmıştır. Ancak son iki yılda ise piyasa katılımcılarının ilgisini çekmeyerek sınırlı sayıda kalmıştır.

VOB'da 2009-2012 yılları arasında dayanak varlık bazında gerçekleşen işlem adetleri Tablo 25'te sunulmuştur.

Tablo 25: VOB Dayanak Varlık Bazında İşlem Adedi (2009-2012)

	2009	2010	2011	2012
İşlem Adedi	79,431.343	63.952.177	74.287.630	62.474.664
Endeks	65.399.748	56.519.304	54.627.364	48.775.770
Döviz	13.912.680	7.279.797	18.898.683	12.311.601
Emtia	118.351	147.492	761.238	1.396.145
Enerji	-	-	32	928
Faiz	564	50	313	20

Kaynak: VOB

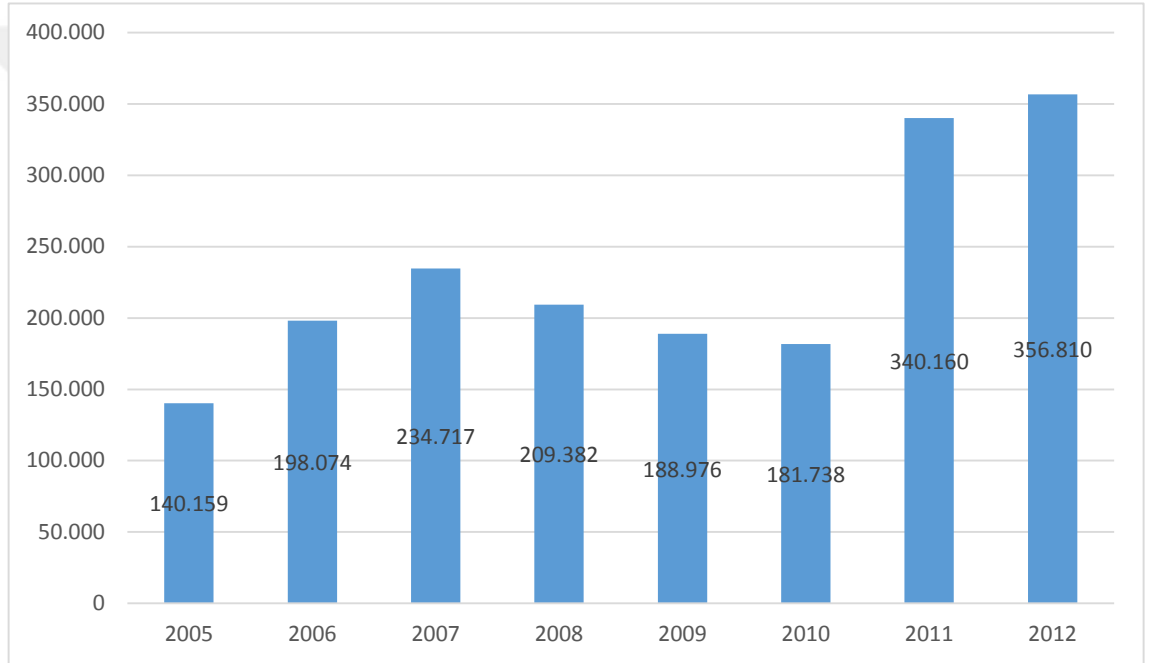
2010 ile 2012 yılları arasında VOB'da işleme konu olan dayanak varlıkların işlem adetlerini inceleyecek olursak; 2010 yılında ciddi bir düşüş yaşanmasına rağmen 2011 yılında sözleşme adedi bir önceki yıla oranla %16 artarak 74 milyona ulaşmıştır. 2012 yılında sözleşme adedinde meydana gelen azalış, 62 milyona düşerek işlem hacminde ki düşüşten daha fazla olmuştur.

VOB'da 2005-2012 yılları arasında işlem gören sözleşmelerin işlem hacmi ve adedi gelişimini değerlendirdiğimizde VOB'un kuruluşundan bu yana toplam 1.956.490.925.786 TL olarak gerçekleşmiştir. Türkiye'de yatırımcılar tarafından pek bilinmeyen ve yeni bir piyasa olmasına rağmen artan işlem hacmi ile dikkat çekmektedir. Türev piyasalar, yatırımcıların risk yönetim piyasaları haline gelmiştir.

3.5.3.2. VOB Açık Pozisyon Sayısı

VOB’da alım yönlü uzun pozisyon ve satım yönlü kısa pozisyon olmak üzere iki çeşit pozisyon bulunmaktadır. Vadeli işlem sözleşmelerinde uzun veya kısa pozisyon konumunda bulunan yatırımcı açık pozisyonda bulunmaktadır. Mevcut yükümlülükleri devam eden piyasa katılımcıları, piyasadaki uzun ve kısa pozisyon sayısının ayrı ayrı toplamalarına eşittir. Açık pozisyon sayısının artması, yatırımcıların vadeli işlemlere yöneldiğini ve piyasadaki likiditenin arttığını göstermektedir. VOB’da gerçekleşen işlemler bazında açık pozisyon sayısı Tablo 26’da gösterilmiştir;

Tablo 26: VOB Açık Pozisyon Sayısı (2005-2012)



Kaynak: VOB

VOB bazında açık pozisyon sayısını incelediğimizde kuruluşundan bu yana ilk 3 yıl önemli artış olduğu görülmektedir. Sonra ki 3 yıl yaşanan düşüşler ile birlikte toparlanmaya geçmiştir. 2011 ve 2012 yılları VOB açık pozisyon sayısı önemli rakamlara ulaşmıştır.

3.5.4. Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP)

Türkiye’de türev piyasaları açısından bir dönüm noktası olan ve 2005 yılında faaliyetlerine başlayan ilk özel borsa İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) açılmasıyla birlikte sermaye piyasasında büyük bir eksikliği gidermiştir. 6362 sayılı SPK Kanunu

ile VOB ile ilgili önemli yapısal değişikliğin önü açılmıştır. Bu kanun ile birlikte 138'nci maddeye göre VOB'un paylarının tamamı Borsa İstanbul A.Ş. (BİAŞ) tarafından 3 Mayıs 2013 tarihinde devralınmıştır. 5 Ağustos 2013 tarihinde Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOB) ile Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) birleşmesi ile alım-satım platformlarının VİOP çatısı altında birleşmesi gerçekleşmiştir. VOB A.Ş.'de işlem gören mevcut tüm vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri VİOP'a aktarılması ile birlikte VOB A.Ş.'nin borsacılık faaliyetleri sona ermiştir. Bu birleşmenin altyapısını işleyiş yönetmeliğinin dayandığı düzenleme 17 Kasım 2012 tarihli 28470 No'lu Resmi Gazetede yayımlanmıştır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği ile "Vadeli İşlem Ana Pazarı" ve "Opsiyon Ana Pazarı" olmak üzere iki pazar şeklinde düzenlenmiştir. Bu oluşumun ardından Türkiye'de işlem gören tüm vadeli ve opsiyon işlemleri tek bir çatı altında VİOP'ta işlem görmeye başlamıştır. Opsiyon Ana Pazarında alım (call) ve satım (put) opsiyonları işlem görmektedir. Vadeli İşlemler Ana Pazarında ise future sözleşmeler işlem görmektedir. VİOP'ta işlem gören futures sözleşmeleri; döviz, altın, emtia ve pay endeksine dayalı sözleşmelerden oluşmaktadır.

Özellikle son yıllarda yaşanan ekonomik değişimler ve krizler ile birlikte reel sektör şirketlerinin maruz kaldığı risklere ve dışa açık bir ekonomiye sahip Türkiye ekonomisi için risk yönetimine, karşı Borsa İstanbul VİOP'ta yeni finansal enstrümanlar üretilmiştir. Risk günlük yaşamımızın önemli unsurlarından biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Günümüzde artan risk çeşitleri ile birlikte türev piyasalarda oluşturulacak pozisyon büyük önem arz etmektedir. VİOP, ürün çeşitliliği anlamında gün geçtikçe geniş bir türev ürün portföyü sunmaktadır. Özellikle uluslararası borsalarda işlem gören türev ürünler geliştirilmiştir. Londra Borsası'nda BİST30 endeksine dayalı türev ürünler işlem görmeye başlamıştır.

3.5.4.1. VİOP İşlem Hacimleri

VİOP işlem hacimlerini incelediğimizde 2012 yılının son günlerinde VİOP, opsiyon işlemleri ile faaliyete geçmesiyle opsiyon sözleşmelerine dayalı kontratların, 2013 yılında işleme konu olan vadeli işlem kontratlarına oranla daha sınırlı kaldığı görülmektedir. 2013 sonu itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem gören sözleşmeler; endeks (BİST-30), dö-

viz (TL/dolar, TL/Avro, Avro/Dolar), emtia (pamuk, buğday), altın (TL/gram, dolar/ons), elektrik (baz yük) ve 10 pay senedi vadeli işlem sözleşmelerinden oluşmaktadır. 2013 yılında ise, hafif bir artış ile 416.609.149.691 TL'ye çıkan işlem hacmi yine de 2011 yılındaki işlem hacmi seviyesine ulaşamamıştır.

Türkiye'de, konunun yeterince bilinmemesi ve organize piyasaların zamanla gelişmesine paralel risk yönetimi konusunun önem kazanmasıyla birlikte türev ürünler finansal sitem içerisinde önemli hale gelmiştir. Vadeli işlemlerin organize borsada işlem görmesiyle birlikte türev ürünlerin fiyatlama maliyetleri azalmıştır.

2014 sonu itibariyle Borsa İstanbul'da endeks (BIST-30, Saraybosna Borsası endeksi SASX-10, Mini BIST-30), döviz (TL/dolar, TL/Avro, Avro/Dolar), emtia (pamuk, buğday), altın (TL/gram, dolar/ons), elektrik (baz yük) ve 10 pay senedi, vadeli işlem sözleşmelerinde dayanak varlıktır.

2015 yılında ise FBIST vadeli işlem sözleşmeleri ile Hurda Çelik vadeli işlem sözleşmeleri işleme açılmıştır. BIST-30 endeksine dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri Londra Borsası Türev Piyasasında işlem görmeye başlamıştır. VİOP işlem hacimleri Tablo 27'de sunulmuştur.

Tablo 27: VİOP İşlem Hacimleri (2013-2015)

	2013	2014	2015	2014/2015 Değişim
İşlem Hacmi (Milyon TL)	412,478	434,613	567,446	31%
Endeks	385,564	400,624	460,307	15%
Döviz	22,224	31,986	103,608	224%
Emtia	4,682	1,868	1,463	-22%
Enerji	2	0.4	301	66801%
BYF Vadeli	-	-	14	-
Pay Senedi	7	135	1,751	1198%

Günlük Ort. Hacim (Milyon TL)	1,650	1,732	2,286	32%
-------------------------------	-------	-------	-------	-----

Kaynak: Borsa İstanbul

2014 yılında VİOP'un toplam işlem hacmi 2013 yılına göre %5 artarak 435,721.826.048 TL'ye ulaşmış, toplam işlem miktarı %11 artarak ise 59,4 milyon olmuştur. Günlük ortalama işlem hacmi 1,74 milyar TL, günlük ortalama işlem miktarı ise yaklaşık 238 bin olarak gerçekleşmiştir.

VİOP'ta 2013-2015 yılları arasında işlem gören sözleşmelerin dayanak varlık bazında işlem miktarları Tablo 28'de verilmiştir.

Tablo 28: VİOP İşlem Miktarları (2013-2015)

	2013	2014	2015	2014/2015 Değişim
İşlem Adedi	53.434.990	59.220.050	87.653.514	48%
Endeks	40.588.945	43.368.269	46.457.606	7%
Döviz	11.080.426	14.068.406	36.944.429	163%
Emtia	1.741.386	1.597.961	1.475.998	-8%
Enerji	152	2.049	27.949	%1264
BYF Vadeli	-	-	6.087	-
Pay Senedi	24.073	194.377	2.743.457	1311%

Kaynak: Borsa İstanbul

Vadeli işlem piyasalarında meydana gelen işlem hacimlerini VİOP bazında değerlendirecek olursak, yıllar itibariyle artış gösteren vadeli işlemlerin hacimleri, 2012 yılında ilk defa azaldığı görülmektedir. 2014 yılında piyasalarda önemli bir artış olmasına rağmen, 2011 yılındaki işlem hacmi seviyelerine ulaşamamıştır. 2014 yılı işlem hacmi 2013 yılına göre %5 artarak 435 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Dayanak varlık bazında işlem hacimlerini incelediğimizde, 2014 yılında işleme konu olan ürünlerin %92 gibi önemli kısmını pay endeksi olduğu görülmektedir. Döviz vadeli

işlem sözleşmeleri türev piyasaların vazgeçilmez unsurlarından biridir. Özellikle ülkemizde kur riskine karşı yatırımcılar için büyük önem arz ettiği, piyasa verilerine bakılarak görülmektedir. 2013 yılına oranla %44 artış gösteren döviz vadeli işlem sözleşmeleri 32 milyar TL'ye ulaşmıştır. Emtia ürünlerinin işlem hacimlerine baktığımızda dünyada emtia fiyatlarında yaşanan gerileme sonucu emtia vadeli işlemlerine yansımıştır. Emtia vadeli işlemleri VİOP'ta %60 oranında gerilemiştir. Toplam işlem miktarı bakımından bir önceki yıla göre %11 artarak 59 milyon adete çıkmıştır. 2011 yılından bugüne kadar ilk defa yukarı yönlü bir trend göstermiştir. Dünyada vadeli işlem hacimleri düşerken VİOP'ta artış görülmektedir.

2015 yılında ise Türkiye'de organize borsalarda gerçekleşen işlemler bakımından tüm zamanların işlem hacmi, işlem miktarı rekoru kırılmıştır. 2015 yılında gerçekleştirilen işlemler 2014 yılına göre %31 artarak 567 milyar TL'ye ulaşmıştır. Sözleşme sayısı işlem adedi bakımından %48 artarak 87 milyon adet olarak gerçekleşmiştir. Döviz vadeli işlemleri işlem hacmi bakımından 2014 yılına göre %224 artarak 104 milyar TL'ye ulaşmış ve vadeli işlemlerin önemli bir kısmını oluşturmuştur.

Enerji vadeli işlem sözleşmelerinin yeni bir ürün olması nedeni ile ilk zamanlarda ilgi görmemiştir. Ancak, piyasa yapıcılığı uygulamasına geçilmesiyle birlikte piyasa katılımcıları tarafından yoğun bir ilgi görmüştür. 2015 yılında 301 milyon TL işlem gerçekleştirilen enerji sözleşmeleri 2014 yılına oranla % 66801 gibi çok yüksek bir hacimde işlem görmüştür. İşlem adedi olarak ise, 27.949 sözleşme işleme konu olarak 2014 yılına oranla % 1264 oranında artış sağlanmıştır.

Vadeli işlem sözleşmeleri içinde 2015 yılında işlem hacmi bakımından dikkat çeken pay vadeli işlem sözleşmeleri 2014 yılına göre %1198 artarak 1.8 milyar TL işlem hacmi üretmiştir.

2015 yılında Hurda Çelik ve FBIST (FBY) borsa yatırım fonu vadeli işlem sözleşmeleri işleme açılmıştır. FBY vadeli işlem sözleşmeleri VİOP'ta işleme açıldığı ilk yıl piyasa katılımcıları tarafından yoğun ilgi görmüştür. İşlem hacmi olarak 14 milyon TL, işlem adedi olarak ise, 6.087 adet işlem gerçekleşmiştir.

3.5.4.2.VİOP Opsiyon Sözleşmelerinin İşlem Hacimleri

Avrupa’da ve Amerika’da uzun yıllardan beri işlem gören opsiyon sözleşmeleri Türkiye’de işlem görmeye 80’li yılların sonlarında başlanmıştır. Daha çok bankalar bazında yapılan bu işlemlere talep her geçen gün arttığı görülmüştür. 1980 sonrasında artan özelleştirme ve dışa açılma politikaları ve değişen finans sistemi yabancı yatırımları Türkiye’ye çekmektedir. Türk Lirası’nın değer kaybetmesi ve Borsa İstanbul’daki aşırı dalgalanmalar yatırımcılar için döviz ve fiyat riskini artırmaktadır. Bu nedenle opsiyonlara duyulan ihtiyaç artmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2014: 373).

Türkiye’de opsiyon sözleşmelerinin organize borsada ilk defa işleme açıldığı tarih 21 Aralık 2012 olup, işleme açılan ilk enstrüman pay opsiyon sözleşmeleridir. VİOP’ta 4 Nisan 2013 tarihinde endeks opsiyon sözleşmeleri işleme açılmıştır. 2012 yılında işlem hacminin az olmasının nedeni sadece 21 Aralık-31Aralık tarihleri arasında 10 günlük dönemde işlem gerçekleşmiş olmasıdır.

Türkiye piyasalarında yeni yatırım araçlarından biri olan opsiyon sözleşmeleri 10 pay senedi ve BIST-30 endeksi dayanak varlık olarak işleme açılmıştır. Opsiyonların ülkemizde yeterince bilinmiyor olmasından dolayı ilk yıl piyasaya ilgi az olmuştur. 2013 yılında 121 milyon TL olan opsiyon işlem hacmi, opsiyonların zamanla bilinir hale gelmesiyle birlikte işlem hacmi bir önceki yıla göre 10 kat artarak 1 milyar TL’yi bulmuştur. 2014 yılında gerçekleşen işlemler ağırlıklı olarak endeks sözleşmeleri üzerine gerçekleştirilmiştir. Opsiyon sözleşmelerinde uygulanan minimum 1 kuruş borsa payı kaldırılarak opsiyon işlemlerine olan ilgi artırılmak istenmiştir. Piyasada ürün çeşitlendirmesi amacıyla mini endeks opsiyon sözleşmeleri işleme açılmıştır. Mayıs ayında işleme açılan Dolar-TL opsiyonlarında ise 60 milyon TL’lik işlem gerçekleşmiştir. Endeks opsiyon sözleşmeleri bir önceki yıla göre 10 kat artmıştır. Pay opsiyon sözleşmeleri ise 1,5 kat artış göstermiştir.

2015 yılında gerçekleşen işlem hacimlerini incelediğimizde, opsiyon sözleşmelerinin artan ürün çeşitliliği ve piyasada uygulanmaya başlanan piyasa yapıcılığı programı ile birlikte piyasa katılımcıları tarafından benimsendiği görülmektedir. Opsiyon piyasasına ilişkin işlem hacimleri Tablo 29’da sunulmaktadır.

Tablo 29: Opsiyon Piyasası İşlem Hacimleri (2012-2015)

Milyon TL	2012	2013	2014	2015	2014/2015 Değişim
İşlem Hacmi	2	121	1,109	7,559	%582
Endeks	0	95	985	2,836	%188
Pay Senedi	2	26	64	527	%726
Döviz	0	0	60	4,196	%6893

Kaynak: Borsa İstanbul

Döviz opsiyon sözleşmeleri işleme açıldıktan sonra piyasa katılımcıları tarafından büyük ilgi ile karşılanmıştır. Özellikle kur risk yönetimi için ihracatçıların, kendilerini güvence altına almak istemeleri döviz opsiyon işlemlerinin hacmini bir önceki yıla oranla 70 kat artırmıştır.

Endeks sözleşmeleri, 2015 yılında rekor kırarak 2014 yılına göre işlem hacmi bakımından % 188 artarak 2,8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Pay senedi opsiyon sözleşmeleri 2014 yılına göre 7 kat artarak 527 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Opsiyon piyasası işlem miktarlarına ilişkin veriler Tablo 30'da sunulmaktadır.

Tablo 30: Opsiyon Piyasası İşlem Miktarları (2012-2015)

Adet	2012	2013	2014	2015	2014/2015 Değişim
İşlem Adedi	8.572	56.158	223.064	2.600.702	%1066
Endeks	0	10.352	107.344	290.856	%171
Pay Senedi	8.572	45.806	88.919	847.500	%853
Döviz	0	0	26.801	1.462.346	%5356

Kaynak: Borsa İstanbul

Opsiyon sözleşmeleri, ülkemizde henüz yeni bir piyasa olmasına rağmen yapılan düzenlemelerle birlikte piyasa katılımcılarının yoğun ilgisi ile birlikte işlem hacimleri rekor

düzeyle ulaşmıştır. Opsiyon sözleşmelerinin Borsa İstanbul bünyesinde güvence altına alınmasıyla birlikte yatırım ve risk yönetimi konusunda piyasa katılımcıları tarafından yoğun bir ilgi ile karşılanmıştır.

VİOP'ta gerçekleşen opsiyon sözleşmeleri işlem miktarı bakımından değerlendirdiğimizde endeks opsiyon sözleşmelerinin 2014 yılına oranla % 175 arttığı, pay senedi sözleşmelerinin % 853, döviz opsiyon sözleşmelerinin ise % 5356 arttığı görülmektedir.

Borsa İstanbul VİOP, işlem hacimlerini değerlendirdiğimizde işlem hacmi 2015 yılında % 52 artarak Dünyanın en hızlı büyüyen türev piyasası olduğu görülmektedir. Yıl içerisinde ürün çeşitliliğinin artması ve piyasa yapıcılığı uygulamasının enerji vadeli işlem sözleşmelerine uygulanması ile birlikte artan hacim Elektrik Vadeli'de beş haneli, Döviz Opsiyon, Pay Vadeli İşlem Sözleşmelerinde dört haneli büyüme oranları yakalanırken, Döviz Vadeli, Endeks Opsiyon ve Pay Opsiyon Sözleşmelerinde ise üç haneli rekor büyüme oranlarına ulaşılmıştır.

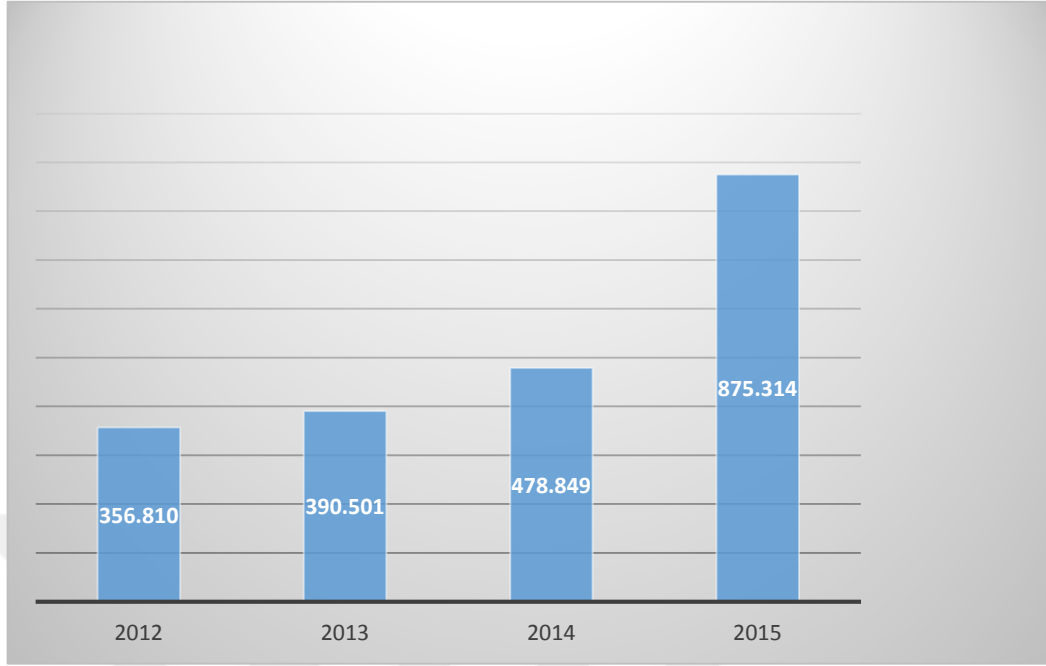
3.5.4.3. VİOP İşlem Hacmi Yerli ve Yabancı Yatırımcı Dağılımı

VİOP'ta işlem yapan yatırımcıların işlem hacimlerine baktığımızda yerli yatırımcının daha çok rol aldığını tespit etmekteyiz. 2013 yılında yatırımcıların işlem hacmi bakımından incelediğimizde yerli yatırımcı oranı % 75,32 yabancı yatırımcı oranı % 24,68 olduğunu 2014 yılında ise % 76,29 yerli yatırımcı % 23,71 yabancı yatırımcının işlem hacmi ile borsaya katılım sağladığını görmekteyiz. 2015 yılında yerli yatırımcı % 71,57 olurken yabancı yatırımcı % 28,43 olduğu görülmektedir.

3.5.4.4. VİOP Açık Pozisyon Sayısı

Açık pozisyon sayısı vadeli işlem piyasalarında yer alan yatırımcıların uzun veya kısa pozisyon sayısının toplamına eşittir. VİOP'ta açık pozisyon sayısını Tablo 31'de incelediğimizde yıllara göre önemli bir artış olduğu görülmektedir.

Tablo 31: VİOP Açık Pozisyon Sayısı (2012-2015)



Kaynak: Borsa İstanbul

VİOP açık pozisyon sayısını 2012 yılında opsiyon sözleşmelerinin işleme açılmasından itibaren incelediğimizde 2012 yılından itibaren sürekli bir artış olduğu görülmektedir. Yıllara göre artış oranlarına baktığımızda 2013 yılı 2012 yılına göre %9 artış meydana gelmiştir. 2014 yılı 2013 yılına göre % 23 artmıştır. 2015 yılında günlük ortalama açık pozisyon sayısında %83 artış meydana gelmiştir.

3.6. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) İşleyişi

VİOP işleyiş esaslarının anlatıldığı bölüm Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) İşleyiş Esasları Genelgesinden özetlenmiştir (BİST, 2013).

3.6.1. Vadeli İşlem ve Opsiyon Pazarları

VİOP'ta emirler üç farklı pazarda gerçekleştirilmektedir. Bunlar Ana Pazar, Özel Emir Pazarı ve Özel Emir İlan Pazarı'dır (BİST, 2015).

Ana Pazar: Opsiyon Ana Pazarında alım (call) ve satım (put) opsiyon sözleşmeleri, Vadeli İşlemler Anapazarında ise futures kontratlar işlem görmektedir. Normal seans ve fiyat sabitleme seansları sırasında emirlerin eşleştirildiği esas pazardır. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası toplam 13 adet ana pazardan oluşmaktadır.

- Döviz Vadeli İşlem Ana Pazarı
- Döviz Opsiyon Ana Pazarı
- Elektrik Vadeli İşlem Ana Pazarı
- Emtia Vadeli İşlem Ana Pazarı
- Endeks Opsiyon Ana Pazarı
- Endeks Vadeli İşlem Ana Pazarı
- Kıymetli Madenler Vadeli İşlem Ana Pazarı
- Pay Opsiyon Ana Pazarı
- Pay Vadeli İşlem Ana Pazarı
- Yabancı Endeksler Vadeli İşlem Ana Pazarı
- Metal Vadeli İşlem Ana Pazarı
- Borsa Yatırım Fonu Vadeli İşlem Ana Pazarı
- Gecelik Repo Vadeli İşlem Ana Pazarı

Özel Emir Pazarı ve Özel Emir İlan Pazarı: Sözleşmeler için ayrı ayrı tanımlanan ve ana pazarların dışında yüksek miktarlı emirlerin işlem görebileceği pazarlar Özel Emirler Pazarıdır. Her iki tarafı da belirli olan özel emirler, karşı üyenin onayını takiben Borsanın onayı ile gerçekleşir. Borsanın onaylamadığı durumlarda emirler gerçekleşmez ve ilgili özel emirler iptal edilir. VIOP'ta Vadeli İşlem Özel Emir Pazarı ve Opsiyon Özel Emir Pazarı olmak üzere iki ayrı özel emir pazarı bulunmaktadır.

Karşı tarafı belli olmayan, tek taraflı olarak emir girilen pazarlar ise Özel Emirler İlan Pazarı'dır. Borsanın onayı alınarak gerçekleştirilir. Bu pazarlarda emirlerin kısmen karşılanması mümkün değildir. Fiyat ve zaman önceliğine uygun olarak belirli koşullara göre yapılmaktadır (Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 227).

- Aynı miktarlı birden fazla özel emir ilanı bulunması durumunda fiyat zaman önceliği kuralı geçerlidir.
- Miktarı farklı olan birden fazla özel emir ilanının olması durumunda, fiyat ve zaman önceliği kuralı geçerli değildir.

3.6.2. VİOP Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Dayanak Varlıkları

Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) gelişmiş ve ürün seçenekleri ile bölgesinin lider ve en likit türev piyasası olarak yatırımcılarına pay ve pay endekslerine, döviz kurlarına, kıymetli madenlere, emtia, metal, enerjiye, faiz oranlarına ve Borsa Yatırım Fonlarına dayanan türev sözleşmeler sunmaktadır. Takasbank tüm VİOP ürünlerinde merkezi karşı taraf (MKT) hizmeti sunmaktadır. Borsa İstanbul VİOP’da Aralık 2015 itibariyle sözleşmeye konu olan dayanak varlıklar aşağıdaki gibidir;

- BIST 30 Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- TL Dolar Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- TL Euro Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Euro/Dolar Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Ege Pamuk Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Anadolu Kırmızı Buğday Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Baz Yük Elektrik Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- TL/Gram Altın Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Dolar/ons Altın Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Metal Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Yabancı Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Finans Portföy FTSE İstanbul Bono FBIST Borsa Yatırım Fonu Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Aylık Gecelik Repo Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- Üç Aylık Gecelik Repo Oranı Vadeli İşlem Sözleşmeleri

VİOP’ta işlem gören opsiyon sözleşmeleri;

- Pay Opsiyon Sözleşmeleri
- Endeks Opsiyon Sözleşmeleri

- Döviz Opsiyon Sözleşmeleri

Aşağıda yer alan VOB sözleşmeleri ise artık VİOP sisteminde işlem görmemektedir:

- BIST100 Endeks VİS
- BIST30-100 Fark VİS
- Faiz VİS
- Fiziki Teslimatlı TL-DOLAR VİS
- Fiziki Teslimatlı TL-EURO VİS

3.6.3. VİOP Sözleşmeler İle İlgili Gelişmeler

VİOP ile ilgili gelişmelere baktığımızda 2015 yılında Borsa İstanbul ile Londra Borsası (LSEG) arasında imzalanan ortaklık anlaşmasına göre, VİOP'ta işlem gören BIST-30 Pay Endeks üzerine yazılı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri Londra Borsası Türev Piyasası'nda işlem görmeye başlamıştır. Londra Borsası, eski ve köklü bir borsa olmasından dolayı Borsa İstanbul ile entegrasyonu sayesinde, daha fazla küresel yatırımcıya ulaşma imkânı sağlayacaktır. Aynı zamanda bu ortaklık ile VİOP dünya finans pazarlarında tanınarak, daha geniş bir coğrafyaya ürünlerin sunulmasını sağlayacaktır. Bu gelişme ile birlikte yatırımcılar için uygun maliyetle portföylerini çeşitlendirme fırsatı sunarken, iki piyasaya da likidite imkânı sunmaktadır.

2015 yılında Borsa İstanbul VİOP'da meydana gelen bir diğer gelişme, emtia üzerine yeni bir ürün olan çelik hurdasına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin Borsa İstanbul VİOP'da işlem görmeye başlamasıdır. Dünya çelik hürdası ithalatının beşte birini tek başına gerçekleştiren ve çelik üretiminde büyük oranda hurda kullanan Türkiye'de, hurdaya dayalı türev ürün sözleşmelerinin geliştirilmesi önemi ortaya çıkmıştır. Bu sözleşmelerle çelik üreticisi ve kullanıcılarına yarımamul, mamul ve girdi fiyatlarında oluşabilecek risklere karşı risklerini yönetebilme ve portföy çeşitlendirmesi imkânı sunulmaktadır.

2016 yılında Borsa İstanbul VİOP'da meydana gelen bir diğer önemli gelişme "Elektronik Ürün Senetleri" (ELÜS)'in işleme açılmasıdır. Bu ürünlerin amacı yatırımcıya

hasat zamanı fiyat düşüşünü önlemek amacıyla uygulamaya açılan “Lisanslı Depoculuk” sistemi sayesinde çiftçiler elektronik sistem üzerinden alacağı ürünü yatırım aracı olarak kullanabilecektir. İlk ELÜS senedi işlemi Borsa İstanbul Konya Elektronik Platformunda yapılmıştır.

3.6.4. VIOP Sözleşme Unsurları ve Sözleşme Kodları

3.6.4.1. Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Unsurları

Vadeli işlem sözleşmelerinde dayanak varlığın fiyat dışındaki unsurları standart olarak tanımlanmaktadır. Sözleşmeler borsa koşullarına uygun olarak belirtilen esaslar çerçevesinde yatırımcılar tarafından işleme konu olmaktadır. Vadeli işlem sözleşmelerinde tanımlanacak unsurlar şu şekilde oluşmaktadır. Dayanak varlığın türünün tanımlanması, sözleşme büyüklüğü, baz kalite çeşitlilik, vade ayları, işlem saatleri yer almaktadır (Babuşçu, vd. , 2011: 386).

Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı

Vadeli işlem sözleşmelerinde dayanak varlık olarak kabul edilen her payın son işlem gününde spot piyasada ikinci seans sonundaki kapanış seansında oluşan kapanış fiyatı, vade sonu uzlaşma fiyatı olarak belirlenir. Opsiyon sözleşmelerinde ise vade sonu uzlaşma fiyatı vade tarihindeki günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir.

Sözleşme Kullanım Fiyatı

Kullanım fiyatı (uygulama fiyatı) alım opsiyonlarında hakkın kullanılması durumunda alma hakkının geçerli olduğu fiyatı, satım opsiyonlarında ise satma hakkının geçerli olduğu fiyatı göstermektedir. Kullanım fiyatları ve fiyat adımları virgülden sonra iki basamak olarak belirlenir. Tablo 32’de opsiyon sözleşmesi kullanım fiyatları gösterilmiştir.

Tablo 32: Opsiyon Sözleşmesi Kullanım Fiyatları

Opsiyon Sözleşmesi Kullanım Fiyatı Aralığı (TL)	Kullanım Fiyat Adımı (TL)
0,01 – 1,00	0,05
1,00 – 2,50	0,10

2,50 – 5,00	0,25
5,00 – 10,00	0,50
10,00 – 25,00	1,00
25,00 – 50,00	2,50
50,00 – 100,00	5,00
100,00 – 250,00	10,00
250,00 – 500,00	25,00
500,00 – 1.000,000	50,00
1.000,00 ve üzeri	100,00

Kaynak: BİST

Dayanak varlıktaki fiyat değişim limitine bağlı olarak, opsiyon sözleşmelerinde her gün %20 limit dahilindeki kullanım fiyatlı sözleşmeler sisteme tanımlanır. İşleme açılacak kullanım fiyatının alt ve üst limiti belirlenir.

Üst limiti;

Dayanak Varlığın Önceki Seans Ağırlıklı Ortalama Fiyatı \times 1,20

Alt limiti;

Dayanak Varlığın Önceki Seans Ağırlıklı Ortalama Fiyatı \times 0,80 şeklinde belirlenir.

Yani sözleşme tanımlanmasında dayanak varlığın spot piyasadaki ikinci seans ağırlıklı ortalama fiyatı kullanılmakta ve her vade için bu fiyattan %20 altı ve üstünde, kullanım fiyatı aralığına denk gelen kullanım fiyatı adımları baz alınarak sisteme tanımlanmaktadır.

Örneğin kullanım fiyatı değişim limiti %20 ve dayanak varlığın önceki seans ağırlıklı ortalama fiyatı 5 TL ise;

İşleme açılacak kullanım fiyatlarını üst limiti = $5 \times 1,20 = 6$ TL olacaktır.

İşleme açılacak kullanım fiyatlarının alt limiti= $5 \times 0,80 = 4$ TL olacaktır.

Bu hesaplamalara bakarak sözleşmeye konu olan opsiyonun en yüksek kullanım fiyatı 6 TL en düşük kullanım fiyatı 4 TL olabilecektir. Sözleşme büyüklüğü 100 olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda yatırımcı, bir adet opsiyon sözleşmesi satın alması sonucunda 100 adet dayanak varlık için pozisyon almış duruma gelmiş olacaktır.

Piyasada işlem görecektir sözleşmelerin unsurları Yönetim Kurulu tarafından belirlenir ve SPK tarafından onaylanarak geçerli hale gelir. SPK'nın onayladığı sözleşmeler ve sözleşme unsurları Borsa tarafından ilan edilir, bu hükümler ayrıca bir bildirimde gerek olmaksızın işlem yapan tüm tarafları bağlar.

3.6.4.2. VİOP Sözleşme Kodları

VİOP Vadeli işlem sözleşmelerinde sözleşme kodu; sözleşme tipi, dayanak varlık, vade tarihi ve sözleşme büyüklüğünün standart olup olmadığı bilgisini içerecek şekilde Borsa tarafından oluşturulmuştur.

Örnek; F_TRYUSD0815SO sözleşmesi Ağustos 2015 vadeli TL/Dolar kuruna dayalı vadeli işlem sözleşmesini gösterir.

F	TRYUSD	0815	SO
Vadeli (Futures)	DayanakVarlık Kodu	Vade Tarihi (AAYY-AĞUSTOS 2015)	S:Standart N:Standart Olmayan

Opsiyon sözleşmelerinde sözleşmeye ait kod; sözleşme türü, dayanak varlık kodu, mini sözleşme bilgisi kodu, vade tarihi, sözleşme büyüklüğünün standart olup olmadığı bilgisini içerir.

Örnek; O_XU030E0615C106.000S0 sözleşmesi 106 000 kullanım fiyatlı Haziran 2015 vadeli standart alım opsiyonunu gösterir. Sözleşme Avrupa tipidir.

O	XU030	Opsiyon Tipi	0615	Kullanım Fiyatı	SO
---	-------	--------------	------	-----------------	----

Vadeli (Futures)	Dayanak-Varlık Kodu	E: Avrupa	Vade Tarihi (AAYY-HAZİRAN 2015)	106.000	S:Standart N:Standart Olmayan
------------------	---------------------	-----------	---------------------------------	---------	----------------------------------

3.6.5. BİST VİOP'ta Emir Türleri ve Büyüklükleri

VİOP'da işlem gören sözleşmelerin emir türlerini incelediğimizde hisse senedi piyasasındaki Limitli emir ve piyasa emir türleri Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'nda da kullanılmaktadır. Limitli ve piyasa emirleri; Kalanı Pasife Yaz (KPY), Gerçekleşmezse İptal Et (GIE), Kalanı İptal Et (KIE), Şarta Bağlı (SAR) şeklinde sıralanabilir. Piyasada seanslık, günlük, iptale kadar geçerli ve tarihli emirler verilebilmektedir.

Piyasada maksimum emir büyüklükleri, işlem yapılan pazarlara ve dayanak varlığın son seans ağırlıklı ortalama fiyatına göre farklılık göstermektedir. Piyasada uygulanacak maksimum ve minimum emir büyüklükleri Tablo 33'deki gibidir (Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 235):

Tablo 33: Maksimum ve Minimum Emir Büyüklükleri

Pazar	Dayanak Varlık	Dayanak Varlık
	AOF<25 TL	AOF>=25 TL
Ana Pazar (Minimum Emir Miktarı)	1	1
Ana Pazar (Maksimum Emir Miktarı)	5.000	2.500
Özel Emir ve Özel Emir İlan Pazarı Minimum Emir Miktarı	5.000	2.500
Özel Emir ve Özel Emir İlan Pazarı Maksimum Emir Miktarı	10.000	5.000

Kaynak: BİST

VİOP işlemlerinde uygulanacak emirler sisteme gönderilen emirler doğrultusunda fiyat ve zaman önceliğine uygun olarak eşleşmektedirler. Emirlerin eşleşmesi esnası durumunda yeterli teminatı olmayan hesapların emirleri iptal edilmektedir.

3.6.6. Borsa İstanbul VİOP’da Uzlaşma ve İşlem Yöntemi

VİOP’da işlem gören sözleşmelere uygulanacak uzlaşma yöntemi, pay vadeli işlem ve pay opsiyon sözleşmeleri için farklılık göstermektedir. Pay vadeli işlem ve pay opsiyon sözleşmeleri için fiziki teslimat uygulanırken, pay senetlerinde ise kaydi olarak el değiştirme esastır.

VİOP’da işlem gören; pay endeks vadeli işlem, pay endeks opsiyon, emtia, elektrik, döviz vadeli işlem, döviz opsiyon, altın vadeli işlem, hurda çelik ve FBIST BYF vadeli işlem sözleşmeleri için uzlaşma yöntemi nakdi uzlaşıdır. Opsiyon sözleşmeleri vade sonunda oluşan kar/zarar, opsiyonun kullanım fiyatıyla vade sonunda oluşan uzlaşma fiyatı arasındaki fark kadar olacaktır. Vadeli işlem sözleşmelerinde vade sonunda oluşan kar/zarar, nakdi olarak taraflar arası el değiştirir.

VİOP’da uygulanan işlem yöntemleri, çok fiyat, sürekli müzayede ve tek fiyat olarak uygulanmaktadır. Normal seansta kullanılacak olan çok fiyat sürekli müzayede yönteminde fiyat ve zaman önceliği kuralı uygulanmaktadır. Öncelikle fiyat önceliği olan emirler eşleşmeye girer, aynı fiyat seviyesinde birden fazla emir olması durumunda ise zaman önceliği olan emir öncelikle eşleşmeye girmektedir. Tek fiyat yöntemi ise; fiyat sabitleme seanslarında kullanılır. Bu seanslar boyunca girilecek olan emirler seans sonuna kadar eşleşmeye girmez. Seans sonunda ise mevcut algoritma çerçevesinde en yüksek miktarın oluşmasına imkân veren denge fiyatı üzerinden fiyat ve zaman önceliklerine göre oluşur.

Temerrüt Durumu: Temerrüt, piyasa katılımcılarının borsada gerçekleştirdiği işlemler ve açık pozisyonlar sonucunda Takasbank’a yatırılması gereken tutar ile diğer yükümlülüklerini bu süre içerisinde yerine getirilmemesi durumudur. Borsa veya Takasbank teminat tamamlama çağrısı gelmiş hesaplar için yükümlülüklerini yerine getirmeyen piyasa katılımcıları için bir ihbara gerek duymaksızın, hesaplarda temerrüdün sona erdirilmesi amacıyla pozisyonların kapatılması, nakit dışı teminatların nakde çevrilmesi dâhil her türlü tasarrufta bulunabilme yetkisine sahiptir. VİOP’ta temerrüde düşmüş hesap inaktif hale getirilir.

Kâr Zarar Hesaplaması: VİOP’ta kâr ve zarar hesaplamaları seans boyunca oluşan performans sonucu elde edilen rakamlar, her 10 dakikada bir geçici uzlaşma fiyatları

doğrultusunda güncellenir. Borsa tarafından her gün sonunda oluşan fiyatlar günlük takas işlemine denk gelen fiyatlar uzlaşma fiyatı olarak kâr veya zarar hesaplamasında kullanılır. Gün sonunda uzlaşma fiyatları kullanılarak hesaplar güncellenir. Piyasa katılımcıları, tarafından günlük uzlaşma fiyatına göre kâr ve zarar hesaplanarak güncellenir. Bir önceki gün oluşan borsa fiyatından yüksek olması durumunda uzun pozisyon sahibi taraf kâr, kısa pozisyon sahibi zarar ile sonuçlanmaktadır. Tam tersi durumda ise uzun pozisyon sahipleri zarar, kısa pozisyon sahipleri kârlı konumda olacaktır. Tahsilat işlemleri, hesap güncellendikten sonra oluşan zararlar işlem günü (T) edilir. Kâr ile sonuçlanan işlemler için ise ertesi gün olan (T+1) günü gerçekleştirilir.

3.6.7. Günlük İş Akışı ve Seans Saatleri

VİOP'ta işlemler, borsa üyesi aracı kurum ve banka vasıtasıyla yapılmaktadır. Yatırımcıların doğrudan işlem yapması söz konusu değildir. İşleme taraf olabilmek için VİOP üyesi bir kuruma hesap açtırıp gerekli başlangıç teminatını yatırarak dayanak varlık üzerine pozisyon alınabilmektedir. VİOP'un günlük iş akışı ve seans saatleri Tablo 34'deki gibidir (SPL, 2014: 159-160).

Tablo 34: Günlük İş Akışı ve Seans Saatleri

08:45 – 09:10	İşlem Yapılmayan Dönem
09:10 – 17:45	İşlemler Tek Bir Seansta Gerçekleştirilir
17:35 – 17:45	Kapanış Aralığı
18:10	Uzlaşma Fiyatlarının İlanı
18:30'dan itibaren	Teminat Tamamalama Çağruları
(T günü) 18:30 – (T+1 günü) 14:30 arası	Takas Süresi

Kaynak: BİST

1. İşlem Yapılmayan Dönem

VİOP'ta 08:45–09:10 arası işlem yapılmayan dönem olarak adlandırılmaktadır. İşlem yapılmayan dönemde, sistem açık olamakla birlikte emir giriş işlemi veya işlemin gerçekleşmesi olanağı yoktur. Bu dönemde üye temsilcileri tarafından;

- işlem sistemine bağlanılabilir,
- sorgulama yapılabilir,
- önceki günlerden kalan “iptale kadar geçerli” veya “tarihli” emirler iptal edilebilir,
- önceki günlerden kalan “iptale kadar geçerli” veya “tarihli” emirlerin miktarı azaltılabilir ve/veya fiyatları daha kötü (alışta daha düşük, satışta daha yüksek) fiyatlarla değiştirilebilir,
- işlem sistemine gönderilmek üzere, toplu emir dosyası oluşturulabilir.

2.Normal Seans

Normal seans olarak isimlendirilen 09:10 – 17:40 arasında; fiyat ve zaman önceliğine dayanılarak çok fiyat sürekli müzayede esasıyla işlemler gerçekleştirilebilmektedir. Normal seansın son 10 dakikası “kapanış aralığı” olarak adlandırılır. Sözleşmelerin normal seans saatleri mevcut durumdaki haliyle Tablo 35’de yer almaktadır.

Tablo 35: Sözleşme Bazında Normal Seans Saatleri

Sözleşmeler	Normal Seans Saatleri	Öğle arası
Pay Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri	09:10-17:40	Yok
Endeks Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri	09:10-17:40	Yok
Diğer Sözleşmeler	09:10-17:40	Yok

Kaynak: BİST

VIOP’ta Takas Süresi

VIOP işlemlerinin takası hisse senedi vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde vade ve son işlem günü her vade ayının son iş günüdür. Fiziki teslimat söz konusu olduğunda ise takas süresi (T+3) son işlem gününe ilave edilerek yükümlülükler yerine getirilir. Hisse senedi vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde uzlaşma yöntemi olarak fiziki teslimat

uygulanır ve hisse senetlerinin sözleşme fiyatı üzerinden kaydi olarak el değiştirilmesi şeklinde gerçekleştirilir.

T günü saat 17:45'te başlar ve T+1 günü 15:00'e kadar devam eder. Fiziki teslimata konu sözleşmelerde ise takas yükümlülüğünün işlem gününü takip eden üçüncü işlem günü (T+3) saat 16:30'a kadar yerine getirilmesi gerekmektedir.

3.6.8. VİOP'ta Teminatlandırma ve Risk Yönetimi

Piyasada müşteriler, aldıkları veya almak istedikleri pozisyonlar için üyeye, üyeler de kendileri veya müşterileri adına aldıkları veya almak istedikleri pozisyonlar için teminat yatırmak zorundadırlar. Piyasa katılımcıları tarafından gerçekleştirilen işlemler, üyeler aracılığı ile Takas Merkezi bünyesinde uygulanır.

Belirli bir sözleşme grubundan oluşan pozisyonların riski azaltacak şekilde bir hesapta tutulması durumunda, alınacak teminat tutarlarına portföy bazında teminatlandırma adı verilmektedir. Türev piyasalarda meydana gelen yeni düzenlemelerle birlikte teminatlandırma yöntemleri değişmiştir. VOBAŞ işlemlerinde sözleşme bazında teminatlandırma yöntemi uygulanırken, VİOP'ta portföy bazında teminatlandırma yöntemine geçilmiştir. Portföy bazında teminatlandırma yapılırken Standard Portfolio Analysis of Risk (SPAN) algoritması kullanılmaktadır. Portföy bazında teminatlandırma yöntemi ile sözleşmelerin kendileri aralarındaki risk azaltıcı etkisi dikkate alınarak, sözleşme bazında teminatlandırma yöntemine göre daha düşük teminat tutarları ile işlem yapılabilmesine imkân verilmektedir. VOBAŞ-BİST A.Ş. birleşmesi ile birlikte VOBAŞ'tan VİOP'a transfer edilen tüm pozisyonlarda da portföy bazında teminatlandırmaya geçilmiştir. SPAN portföye ilişkin risk ölçülürken çeşitli parametrelere ihtiyaç duyulmaktadır. Bu parametreler piyasa şartlarındaki değişikliklere göre Takasbank tarafından belirlenmektedir. SPAN yönteminde değişik fiyat ve volatilité değişim seviyelerine dayalı olarak çeşitli senaryolar oluşturulmakta bu senaryoların oluşması durumunda oluşacak risk seviyeleri sonucu teminatlar oluşturulmaktadır. Ürün grupları için farklı teminatlar oluşturulmaktadır.

VİOP'un işleyiş yapısını incelediğimizde organize türev piyasalarda olduğu teminatlandırma yapısı vardır. VİOP'ta 2 çeşit teminatlandırma işlemi mevcuttur. VİOP'ta futures piyasaların temeli olan güven esasına dayalı olarak yapılan işlemler karşı taraf riskini en

aza indirmek amacıyla Takasbank güvencesi ile yapılmaktadır. Merkezi karşı taraf hizmeti, Takasbank'ın, alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı ise alıcı konumuna geçerek, piyasada güven olgusunu oluşturarak takasın tamamlanmasını teminat, garanti fonu ve tahsis edeceği sermayesi ile garanti ettiği hizmettir. VIOP'ta teminat yeterliliği kontrolü yapılması, işlemlerin Takasbank tarafından garanti altında olması, piyasanın şeffaf ve güvenli olmasını sağlamaktadır.

Borsada pozisyon almak için gerekli olan teminat tutarı başlangıç teminatını ifade edilmektedir. Her sözleşme için farklı olan başlangıç teminatı Takasbank tarafından belirlenmektedir.

Borsada oluşan zararlar ya da nakit dışı teminatların değerlerinin düşmesi sonucunda başlangıç teminatının inebileceği en düşük seviyeye "sürdürme teminatı" denir. İşlem teminatı tutarlarının sürdürme teminatı seviyesi veya bu seviyenin altına düşmesi durumunda Takas Merkezi tarafından teminat tamamlama çağrısı yapılır. Teminat tamamlama çağrıları elektronik ortamda Takas Merkezi tarafından yapılmaktadır. Teminat hesaplamaları yapılırken bazı taramalar yapılarak risk belirlenmektedir.

VIOP işlemleri için uygulanacak sürdürme teminatı, sözleşmeye konu olan dayanak varlık için bulundurulması gereken teminat miktarının %75'i olarak belirlenmiştir. Seans sonrasında güncellenen fiyatlar sonucu ve istatistikî değerlere göre teminat seviyesi sürdürme teminatının altına düşmesi durumunda teminat tamamlama çağrısı yapılır. Piyasa katılımcıları gerçekleştirdikleri işlemler neticesinde teminat açığı oluşan hesaplar için teminat tamamlama yükümlülükleri (T Günü) 17:45 – (T+1 Günü) 14:30 saatleri arasında gerçekleştirilmektedir.

Teminatların yapısı nakit veya nakit dışı teminatlar olarak kabul edilmektedir. Başlangıç teminatının en az % 30 oranında Nakit TL bulundurmak şartı ile beraber TL dışında teminatlar da olabilir. Nakit dışı teminat olarak (Döviz, DİBS, Tahvil ve Dövize Endeksli - Döviz Ödemeli Tahviller) kabul edilebilmektedir.

SPAN Riski;

Maks. [(Tarama Riski + Vadeler Arası Yayılma Pozisyonu Riski – Ürünler Arası Yayılma Pozisyonu İndirimi), (Kısa Opsiyon Pozisyonu Minimum Riski)]

Opsiyonlar için hesap güncellemesi SPAN'de "Net Opsiyon Değeri" olarak ifade edilmektedir. Bir portföydeki uzun opsiyon pozisyonları toplam değerinden, kısa opsiyon pozisyonları toplam değerinin çıkarılması ile hesaplanmaktadır. Portföyün başlangıç teminatı, SPAN Riski Değerinden Net Opsiyon Değerinin çıkarılması ile bulunur. Net opsiyon değerine esas olan fiyatlar Takasbank tarafından belirlenmektedir.

Başlangıç Teminatı

SPAN Riski – Net Opsiyon Değeri

Teslimata konu olan sözleşmeler için SPAN'de hesaplanan başlangıç teminatı değerine SPAN sistemi dışında T+3 riskini karşılayabilmek için "Fiziki Teslimat Teminatı" eklenmektedir.

Fiziki teslimat teminatı, sözleşmeye konu olan dayanak varlığın fiyat değişim aralığı ile fiziki teslimata konu olan dayanak varlık sayısı çarpımı ile bulunmaktadır. Kullanımın gerçekleştiği günden teslimata kadar geçecek sürede bu teminat miktarı başlangıç teminatına ek olarak alınmaktadır. Alım ve satım opsiyonlarında BİST, hem alıcı hem de satıcıdan T ile T+3 günleri arasında, fiziki teslimat olana kadar fiziki teslimat teminatı talep etmektedir.

Bulunması Gereken Teminat = Başlangıç Teminatı + Fiziki Teslimat Teminatı

Fiziki Teslimat Teminatı = Dayanak Varlık Sayısı × Dayanak Varlığın Fiyat Değişim Aralığı

Piyasada risk yönetimi Takasbank tarafından yapılmaktadır. Takasbank tarafından güncellenen hesaplar sonrası son açık pozisyon ve son parametre dosyası verilerine göre gerekli teminatlar hesaplanır. Başlangıç teminatları örnekleri Tablo 36'da verilmiştir.

Tablo 36: Başlangıç Teminatları

Hisse	Price Scan (Fiyat Değişimi)
AKBNKE	95.00
EREGLE	50.00
GARANE	120.00

ISCTRE	80.00
TCELLE	240.00
THYAOE	110.00
VAKBNE	60.00
YKBNKE	65.00

Kaynak: BİST

VİOP sözleşmelerine konu olan dayanak varlığın başlangıç teminatı sözleşmeye ait price scan değeri ile sözleşme miktarını çarparak elde edilmektedir. Örneğin; 100 adet VAKBN için yatırılacak olan teminat (60*100) 6000 TL olarak hesaplanmaktadır.

Opsiyon sözleşmelerini incelediğimizde portföy bazlı teminatlandırma (SPAN) kullanılarak yapılmaktadır.

Opsiyon primi × Sözleşme Büyüklüğü × İşlem Adedi

[Toplam Teminat ± Toplam Kar/Zarar] < [Sürdürme Teminatı] olması durumunda teminat tamamlama çağrısı yapılır. Sürdürme teminatının, [Toplam Teminat ± Geçici Kar/Zarar] tutarına oranı olarak tanımlanan risk oranı %100'den büyük olması durumunda, teminat bakiyelerinin yeterli olup olmadığına bakılmaksızın üyenin tüm hesapları "riskli" olarak tanımlanır. Oluşan bu durum karşısında, risk durumuna uygun olarak hesaplar üzerinde kademeli olarak bilgilendirme yapılması ve azaltıcı işlemler yapılması yönünde yönlendirmeler yapılır. Riskin durumuna göre, 0, 1, 2, 3 olmak üzere dört risk seviyesi belirlenmiştir. Risk seviyeleri farklı anlamlar ifade etmekle birlikte seviyenin 1 veya 2 olması uyarı niteliğindedir. Ancak risk seviyesi 3 olan hesaplar riskli hesap konumundadır. Hesabın riskli konuma gelmesi durumunda tüm pasif emirler işlem sisteminde otomatik olarak iptal edilir. Hesabın riskli durumdan çıkarılması işlemi, teminat yatırarak veya bulunması gereken teminat tutarını azaltıcı işlem yaparak riskli konumdan çıkarılması mümkün olabilmektedir. Riskli konumdaki hesaplar için, teminat yatırılabilir fakat çekilemez (Takasbank, 2015: 23). Bir önceki güne ilişkin teminat tamamlama çağrısı bulunan hesaplar risk azaltıcı işlem yaparak veya nakit teminat yatırarak

riskli durumdan çıkabilirler. Takasbank tarafından uygulanan risk seviyeleri Tablo 37’de sunulmaktadır.

Tablo 37: Risk Seviyeleri

Riski (%)	Riski Seviyesi
$75 \geq \text{Riski Oranı}$	0
$90 \geq \text{Riski Oranı} > 75$	1
$100 \geq \text{Riski Oranı} > 90$	2
$100 < \text{Riski Oranı}$	3

Kaynak: Takasbank

3.6.9. Piyasa Yapıcılığı

VOB’da olmayan ve VOB’un gelişmeme nedenleri arasında gösterilen piyasa yapıcılığı modeli VIOP’ta faaliyete geçirilmiştir. Piyasa yapıcıları sorumlu oldukları dayanak varlığın alış ve satış emirlerini vererek piyasada likitede sağlayan ve güvenilir fiyat oluşumu sağlayan kurumlardır. Her bir sözleşme için farklılık gösterebilir. Hangi sözleşmeye uygulanacağına Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Genel Müdürlük bölümü karar vermektedir.

Piyasa yapıcılık modeli devamlı piyasada belirli bir fiyat farkı ile alış ve satış kotasyon yükümlülüğü sağlayarak borsaya gelen yatırımcı için fiyat oluşumu sağlayacaktır. Borsaya işlem yapan yatırımcı ekranda hiçbir fiyat görmediği zaman piyasada etkin fiyat oluşmayacaktır. Fakat piyasa yapıcısının etkin olduğu piyasada, etkin fiyat oluşumu sağlanacaktır.

Piyasa yapıcılığına konu olan hesaplar Takasbank nezdinde belli unsurlara bağlı olarak, asgari özkaynak şartı belirlenmiştir. Örneğin, altın sözleşmeleri için özkaynak asgari 5 milyon TL, diğer tüm sözleşmeler için 10 milyon TL olarak saptanmıştır. Bu hesaplara piyasa yapıcı hesaplar denilmektedir.

Piyasa yapıcılık modeli ile işlem gören sözleşme sayısı ve hacmi büyük oranda artmıştır. Borsa para kazandıkça piyasa yapıcılığı görevini üstlenen kurumlar da kazanmaktadır. VİOP’da işlem gören sözleşmelerin piyasa yapıcılık uygulamasında ki durumu Tablo 38’de verilmektedir.

Tablo 38: Piyasa Yapıcılığı

SÖZLEŞMELER	PİYASA YAPICI
Pay VİS	İş Yatırım, Finans Yatırım, Ak Yatırım
BIST 30 Endeks Opsiyon	İş Yatırım, Ak Yatırım
DolarTL Opsiyon	Garanti Bankası
Elektrik VİS	Deniz Yatırım-Zorlu, Finans Yatırım-Fina, İş Yatırım-Naksan, Akas, Odaş, Ak Yatırım-Enerjisa
FBIST BYF VİS	Finans Yatırım
DolarTL VİS	Garanti Bankası
EuroTL VİS	Garanti Bankası
EUR/USD VİS	Garanti Bankası
Altın VİS	Garanti Bankası
Dolar/Altın Ons VİS	Garanti Bankası

Kaynak: BİST

VİOP işlemlerinde piyasa yapıcılık programına geçilmesi ile birlikte özellikle pay vadeli işlem sözleşmeleri ve elektrik vadeli işlem sözleşmeleri için yüksek işlem hacimleri görülmektedir. Bunun nedeni oluşan fiyat piyasa katılımcıları açısından referans oluşturmaktadır.

3.6.10. Merkezi Karşı Taraf Hizmeti

Dünyada meydana gelen finansal kriz sonrası finansal sistem içerisinde önemli revizyonlara ihtiyaç duyulmuştur. Bu yapılan değişiklikler ülkemizde de uygulanarak ulusal ve

yerel kriz risklerine karşı güçlendirici önlemler alınarak düzenlenmiştir. Bu kapsamda tezgâhüstü işlemlerde ve organize piyasalarda uygulanacak Takasbank tarafından verilen merkezi karşı taraf hizmetinin yasal çerçevesi G-20'nin Pittsburgh Liderler Zirvesi, İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Stratejisi ve Eylem Planı, 6362 No'lu Sermaye Piyasası Kanunu'na dayanmaktadır (Ergincan ve Yayla, 2013: 69). 2012 yılında yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile birlikte finansal piyasalarda tezgâhüstü işlemler için Merkezi Karşı Taraf hizmetinin hukuki alt yapısı hazırlanarak daha şeffaf ve güvenilir hale gelmiştir.

VİOP'ta merkezi karşı taraf hizmeti ilk defa 2014 yılının ilk çeyreğinde uygulanmıştır. Merkezi karşı taraf hizmeti, takas kurumunun alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı ise alıcı konumuna geçerek, bu hizmeti verdiği piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin takasının tamamlanmasını teminat, garanti fonu ve tahsis edeceği sermayesi ile taahhüt ettiği hizmettir (Bekgöz, 2015: 7).

Merkezi Karşı Taraf (MKT) Kuruluşu, bu hizmeti verirken sözleşme yenileme veya açık teklif yöntemlerine başvurmaktadır.

Sözleşme Yenileme: Takas kurumunun, takas tamamlanmadan önce, taraflar arasında yapılmış sözleşme iptal edilerek taraflarla ayrı ayrı sözleşme yapmasını ifade eder.

Açık Teklif: Takas kurumunun, işlemin eşleştiği anda piyasa katılımcıları arasına giderek alıcıya karşı satıcı ve satıcıya karşı alıcı konumuna geçmesidir.

3.6.11. Merkezi Karşı Taraf Hizmetinin Avantajları

Merkezi karşı taraf hizmeti avantajlarını 3 başlık altında inceleyebiliriz (Bekgöz, 2015: 13);

Risklerin Etkin Yönetimi

- Uluslararası standartlarda margining methodların kullanılması
- Şeffaf temerrüt yönetimi süreçleri
- Pozisyon ve teminatların merkezi yönetimi ile şeffaflık
- Operasyonel süreçlerde şeffaflık

Maliyetlerde Düşüş

- Likidite talebinde azalma (çok taraflı netleştirme)
- Teminat etkinliği (portföy bazlı teminatlandırma ile risk 'offset'leri)

Güven Artışı

- Karşı taraf kredi riski ve tezahür edebilecek piyasa riskinin üstlenilmesi /zarar paylaşımı



BÖLÜM 4: TÜREV PİYASALARIN MEVZUAT AÇISINDAN İNCELENMESİ

Birinci, ikinci ve üçüncü bölümlerde çalışmanın amacına zemin oluşturması açısından türev piyasaların ve türev ürünlerin yapısı, özellikleri, işleyişi ve gelişimi gibi konularda bilgiler sunuldu. Bu bölümde türev piyasalara konu olan işlemlerin; vergi ve muhasebe boyutunu ortaya koyabilmek amacıyla, vergi mevzuatı incelenecektir. Bu bağlamda öncelikle türev piyasalara konu olan türev finansal araçların Sermaye Piyasası Kanunu açısından üzerinde durulacaktır. Son bölümde ise, türev finansal araçların “Türkiye Muhasebe Standartları” açısından incelenecek ve muhasebeleştirme işlemleri yapılacaktır.

4.1. Türev Finansal Araçların Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) Açısından İncelenmesi

Türev piyasalarda işlem gören türev finansal araçlar, ülkemizde hukuki boyutta özel hukuk sözleşmeleri kapsamında yer almaktadır. Bu kapsamda serbestlik ilkesinden dolayı türev sözleşmelerin yapılmasında herhangi bir yasal uygulama bulunmamaktadır. Türkiye’de türev finansal araçların kullanımı ve öneminin zamanla artması türev ürünlerin hukuki boyutunun yeniden ele alınmasını gerekli kılmıştır.

Menkul kıymet; yatırım amacı taşıyan kıymetli evraktır. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda menkul kıymetin tanımına değinilmemiştir. Dolayısıyla, türev finansal araçlar diğer sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmaktadır. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda ise menkul kıymet tanımı yerine sermaye piyasası araçları tanımı yapılarak önemli bir değişikliğe gidilmiştir.

Menkul kıymetler, 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu’nun 3/ş maddesinde sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmıştır. 2499 sayılı kanuna göre tanım genişletilerek türev menkul kıymetlerden sonra sermaye piyasası araçlarının bir kolu olarak tanımlanmıştır.

Türev araçlara ilişkin tanım Sermaye Piyasası Kanunu 3/u maddesinde örnekleme yöntemiyle verilmiştir. Bu düzenlemeye göre, türev araçların bir sözleşme niteliğinde olduğu belirtilmektedir. Bu sözleşmelerde bir menkul kıymet veya emtia fiyatı veya endeks, faiz oranı veya benzeri bir gösterge veya bunlarda gelecekte meydana gelmesi öngörülen değişiklikler temel alınarak tanımlanmıştır. Türev araçların bu tanıma göre, bir

menkul kıymet olmadığını, menkul kıymetleri de içerisinde alan yatırımların fon ihtiyacı olanlara yönlendirilmesine hizmet eden araçlar içerisinde bir sınıfı oluşturduğunu ifade etmektedir.

Türev finansal araçların sermaye piyasası aracı olması ve menkul kıymet kapsamında değerlendirilmesinden dolayı, TTK’da düzenlenen “kıymetli evrak” ile ortak tarafları bulunmaktadır. Ancak sermaye piyasası aracı kıymetli evrak sınırlarına tabi değildir. Kıymetli evrak adından da anlaşılacağı üzere bir evrak, senet üzerinden hayat bulmaktadır. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanun’u 13. maddeye göre türev araçlar şeklen kıymetli evrak olmamasına rağmen kıymetli evrakın sahip olduğu hükümlere tabidir (SPL, 2015: 43).

4.2. Türev Finansal Araçların Vergi Usul Kanunu (VUK) Açısından İncelenmesi

Finans literatüründe türev ürün kapsamında yer alan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ülkemizde menkul kıymet tanımına alınmamıştır. Hem vergi kanunları açısından hem de Sermaye Piyasası Kanunu’nda bu sözleşmelerin menkul kıymet niteliğinde olduğunu öngören bir hüküm bulunmadığı sürece, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin menkul kıymet olarak tanımlanması ve VUK’un 279’uncu maddesi kapsamında değerlemeye alınması mümkün değildir.

Bu durum ile ilgili Gelir İdaresi tarafından VUK’da hazırlanmış özel bir düzenleme mevcut değildir. Türev ürünler buna göre iktisadi kıymet niteliğinde olmakla birlikte bu ürünlerin değerlemesi konusunda VUK 289’uncu madde dikkate alınarak değerlendirilmelidir (Çelik, 2015).

4.2.1. Vergi Usul Kanunu (VUK) Değerleme Ölçüleri

VUK’a göre Değerleme, iktisadi kıymetin nev’i ve mahiyetine göre, aşağıdaki ölçülerden biri ile yapılır (Karapınar, vd. , 2011: 722):

- Maliyet bedeli;
- Borsa rayici;
- Tasarruf değeri;
- Mukayyet değer;

- İtibari değer;
- Vergi değeri;
- Emsal bedeli ve ücreti

VUK'un 289'uncu maddesinde, vadeli işlem ve opsiyon borsası işlemleri değerlemesine ilişkin gerekli tanımlamalar yapılmıştır. "Bu bölümde yazılı olmayan veyahut yazılı olup da kendi ölçüleriyle değerlendirilmesine imkân bulunmayan iktisadi kıymetlerden bina ve arazi vergi değerleriyle, diğerleri, varsa borsa rayici, yoksa mukayyet değerleri, o da yoksa emsal bedeliyle değerlendirilir." hükmü yer almaktadır (GİB, 2012).

Gelir İdaresi Başkanlığı tarafından yayınlanan bu maddeye göre, tezgâhüstü piyasalarda işlem gören türev finansal araçların şekil şartının olmaması ve yazılı bir belge ile düzenlenmemeleri nedeniyle bu tanıma uygun değildir. VİOP'ta işlem gören vadeli işlem ve opsiyon bazında işlem gören emtia ürünleri değerlemeye tabi tutulurken VUK'daki özel haller başlıklı 289. maddesine göre değerlendirilebilir. Söz konusu madde çerçevesinde değerlendirme ile ilgili aşağıdaki hususlara dikkat edilmelidir;

- Vadeli İşlem Borsasında işleme konu olan türev finansal araçlar Vergi Usul Kanunu'nun 289'uncu maddesine göre borsa rayici ile değerlendirmeye tabi olacağından, sözleşmelerin değerlendirme günü itibariyle borsada oluşan uzlaşma fiyatına (borsa rayici) göre oluşan farkın, kurum kazancı ile ilişkilendirilmesi gerekecektir.
- Vadeli işlem sözleşmelerinin ters pozisyonla kapatılması durumunda, oluşan kâr veya zarar kurum kazancına eklenecektir.
- Vadeli işlem sözleşmeleri vade sonunda nakit uzlaşması ile elde edilen kâr veya zarar, kurum kazancına eklenecektir.
- Vadeli işlem sözleşmelerinin teslimat ile sonuçlandırılması durumunda, esas itibariyle yapılan işlem sözleşmeye konu olan dayanak varlığın alım-satım işleminden farklı olmayacağından, sözleşmenin vade tarihi itibarıyla alınan veya satılan varlıkların değerinin, sözleşmede belirtilen birim değer üzerinden kayıtlara intikal ettirilmesi gerekmektedir.

- Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsasında işlem yapan piyasa katılımcıları hesaplarında bulunan nakdi teminatların Takasbank tarafından nemalandırılması sonucu elde edilen gelirler de genel hükümler çerçevesinde kurum kazancına eklenecektir.

4.3. Türev Finansal Araçların Gelir Vergisi Kanunu Açısından İncelenmesi

Türk vergi sistemine Alman sisteminden uygulanan gelir vergisi Türk vergi sistemine 1950 yılından itibaren “5421 sayılı Gelir Vergisi Kanunu“ kapsamında uygulanmaya başlamıştır. Bu kanun 31.12.1960’da çıkarılan 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu ile yürürlükten kaldırılmıştır. Yerini 1961 yılında yürürlüğe giren ve halen yürürlükte olan 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu’na bırakmıştır. Gelir üzerinden alınan vergiler kişisel ve kurumlar vergisi olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Sağbaş, 2008: 177-178).

Türkiye’de çoğu gelişmiş ülkede olduğu gibi, gelir vergisi üzerinden kural olarak yıllık safi (net) kazanç beyan esasına göre uygulanmaktadır. Ancak bazı mükellefler ve bazı söz konusu gelirler için kaynakta kesinti suretiyle tahsil edilen vergi (stopaj) uygulanmaktadır. Türev ürünlerin finansal araç kategorisinde yer aldığından finansal araçlardan elde edilen gelir kapsamında vergilendirilecektir. Vergilendirmede temel esas safi kazancın beyan esaslı olmakla birlikte bazı ülkelerde gelir üzerinden vergileme yerine işlem üzerinden vergileme uygulanmaktadır. Türkiye’de ise finansal araçlardan elde edilen gelirlerin vergilendirilmesinde uygulanan yöntem yıllık safi kazancın beyan esasına dayanmaktadır (Sipahi ve Yanık, 2015: 55).

01.01.2006 ile 31.12.2015 tarihleri arasında menkul kıymetlerin (diğer sermaye piyasası araçları dâhil) vergilendirilme işlemleri GVK’nın 67. Maddesindeki düzenlemeye göre yapılmaktadır. Geçici 67’nci maddenin 13’üncü fıkrasının 2’nci bendinde diğer sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmıştır. Bu düzenlemeye göre, “diğer sermaye piyasası aracı” olarak tanımda yer alan vadeli işlemler ifadesi ile forward, swap ve futures işlemlerini kapsamaktadır. Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine taraf olan bankaların veya aracı kurumların yukarıdaki tanıma uygun nitelikte işlem yapması durumunda, sözleşmeye baz alınan kıymetin piyasa fiyatına göre oluşan değeri ile işlem fiyatına göre oluşan değeri arasındaki fark üzerinden sözleşmenin sona erdiği tarih itibarıyla tevkifat yapacaklardır.

4.3.1. Verginin Konusu

Gelir Vergisi Kanununun (GVK) 1.Maddesi uyarınca; gerçek kişilerin gelirleri vergiye tabidir. Gelir, bir gerçek kişinin bir takvim yılı içinde elde ettiği kazanç ve iratlarının safi tutarıdır.

GVK'nın 2. maddesinde ise, gelir türleri 7 başlık altında sayılmıştır. Gelire giren kazanç ve iratlar şunlardır (Babuşçu, vd. , 2011: 629):

- Ticari kazançlar,
- Zirai kazançlar,
- Ücretler,
- Serbest meslek kazançları,
- Gayrimenkul sermaye iratları,
- Menkul sermaye iratları,
- Diğer kazanç ve iratlar.

Türev finansal araçlar ile ilgili işlemler organize piyasalar ve tezgâhüstü piyasalarda yapılmaktadır. BİST'te işlem gören vadeli işlemler ve opsiyon borsasında yapılan işlemler organize piyasayı, bankalarda yapılan işlemler ise tezgâhüstü piyasayı oluşturmaktadır. Türev piyasası işlemlerinden elde edilecek olan kazançlar, menkul sermaye iradı, ticari kazanç ve diğer kazanç ve iratlar ile ilişkili olabileceğinden bu gelir unsurları açısından ele alınacaktır.

4.3.1.1. Ticari Kazançlar

Gelir vergisi kanununda ticari kazanç, “ Her türlü ticari ve sınai faaliyetlerden doğan kazançlar ticari kazançtır.” biçiminde genel olarak tanımlanmıştır. Fakat burada, ticari ve sınai faaliyetten ne anlaşılması gerektiği konusunda açık bir tanımlamaya gidilmemiştir (Şenyüz, vd. , 2015: 95).

4.3.1.2. Menkul Sermaye İratları

G.V.K.'nın 75. maddesi “Sahibinin ticari, zirai veya mesleki faaliyetleri dışında nakdi sermaye veya para ile temsil edilen değerlerden oluşan sermaye dolayısıyla elde edilen kar payı, faiz, kira veya benzeri iratları menkul sermaye iradıdır.” şeklinde tanımlamıştır (Karapınar, vd. , 2011: 725).

Organize borsalarda işlem gören futures ve opsiyon sözleşmeleri menkul sermaye iratları arasında yer almaktadır. Başka bir dikkat edilmesi gereken nokta faiz forward, faiz swap, faiz futures, ve faiz opsiyon sözleşmeleri için faiz geliri sağlanması nedeniyle GVK 75'inci maddesine göre menkul sermaye iradı olarak kabul edilmektedir.

4.3.1.3. Değer Artışı Kazançları

Türev araçlar vergilendirilme işleminde ele alacağımız Gelir Vergisi Kanunu'nda sayılan gelir unsurundan sonuncusu olan "Diğer Kazanç ve İratlar" arasında yer alan "Değer Artışı Kazançları" (DAK) uygulamada alım satım kazançları olarak da bilinmektedir. Yasaya göre (mükerrer madde 80) menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının elden çıkarılmasından doğan kazançlar "değer artışı kazancı" olarak vergilendirilir (Sipahi ve Yanık, 2015: 57). Bu uygulama sadece organize borsalarda işlem gören futures ve opsiyon sözleşmelerini kapsamaktadır. Sözleşmeler vade bitimine gelmeden satılabilme imkânı bulunmaktadır. Bu satıştan elde edilen kazanç değer artışı kazançları kapsamında değerlendirilmektedir.

4.3.2. Türev Finansal Araçların Gelir Vergisi Kapsamında Tevkifat (Stopaj) Uygulaması

Türev finansal araçların vergilendirilmesi işlemlerinde Gelir Vergisi Kanunu (GVK) kapsamında stopaj uygulanmaktadır. Organize piyasada işlem gören türev finansal araçlar için farklı oran uygulanırken tezgâhüstü piyasada farklı stopaj oranları uygulanmaktadır. Bu uygulamaları ayrı başlıklar altında inceleyeceğiz,

4.3.3. Vadeli İşlem Opsiyon Borsası İşlemleri Gelirlerinin Gelir Vergisi Açısından Vergilendirilmesi

Türkiye'de türev piyasaların oluşumu ve yatırımcılar tarafından bilinmemesi nedeniyle vergi uygulamasında da tam bir tanımlama olmadığı için ilk zamanlarda bir takım karışıklıklar olmuştur. 31/12/2008 tarihine kadar yatırımcıları türev piyasalara çekmek amacıyla tevkifat oranları VOB'da sıfır olarak uygulanmaktayken, bu uygulamaya 01.01.2009 tarihi itibarıyla son verilmiştir.

Ancak, 12/01/2009 tarih ve 2009/14580 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile; 01.01.2009 tarihinden itibaren vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde tam mükellef gerçek kişi

kurumlar tarafından yapılacak olan menkul kıymet yatırım ortaklıkları hisse senetleri, hisse senetlerine veya hisse senedi endekslerine dayalı sözleşmelerden elde edilecek değer artış kazançlarında uygulanacak tevkifat oranı yüzde sıfır olarak belirlenmiştir. Türev finansal araçlarda tevkifat oranı sıfır olarak uygulanması yeni bir piyasa olması nedeniyle yatırımcıları türev finansal araçlara çekmek amaçlı avantajlardan biridir (Doğan, 2015: 24).

1/10/2010 tarihinden itibaren Geçici 67'nci madde uygulaması ile Türkiye'de kurulu vadeli işlem ve opsiyon borsalarında işleme konu olan hisse senetlerine ve hisse senedi endekslerine dayalı olarak yapılan sözleşmeler ve dışında kalan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinden elde edilecek gelirlerin stopaj uygulamaları düzenlenmiştir. Tablo 39'da VİOP tevkifat oranları sunulmaktadır.

Tablo 39: VİOP Tevkifat Oranları

VİOP'ta Elde Edilen Kazançların Vergilendirilmesi	Tam Mükellef	Dar Mükellef
Pay ve Pay Endeksine Dayalı Sözleşmelerden Elde Edilen Kazançlar	%0	%0
Pay ve Pay Endeksine Dayalı Sözleşmeler Haricindeki Sözleşmelerden Elde Edilen Kazançlar	%10	%10

Kaynak: BİST

4.3.3.1. Tam Mükellef Kişilerin Türev Finansal Araçlar Gelirlerinin Vergilendirilmesi

Gelir Vergisi Kanunu kapsamında, VİOP'ta işlem yapan tam mükellef veya dar mükellef bireysel yatırımcıların stopaj işlemleri yapılırken, ticari faaliyet kapsamında olsun veya olmasın vergilendirme işlemi uygulanırken piyasa katılımcılarının uzun veya kısa pozisyon konumunda olmaları fark etmemektedir. Yapılan işlemler borsa rayici değerlendirme esasına göre günlük olarak değerlemeye tabi tutularak, güncelleştirme işlemi uygulanarak kâr veya zarar ticari kazançta uygulanır. Takasbank'a yatırılan teminatların nemaları ticari kazançta dâhil edilerek nakit teminatların nemaları için %15 stopaj uygulanmaktadır (BİST, 2013: 8).

Vadeli işlem sözleşmelerinin ticari faaliyet kapsamında işleme konu olması, nakdi uzlaşma veya ters pozisyon alınarak kapatılması durumunda, döviz, elektrik, emtia ve altın vadeli

işlem sözleşmeleri üzerinden elde edilen kazançlar için uygulanacak stopaj oranı %10 olarak uygulanarak, ticari kazançta dâhil edilir. Pay ve pay endeksine dayalı sözleşmelerden elde edilen gelirler için %0 stopaj uygulanmaktadır. Stopaj nihai vergi olmakla birlikte, beyan edilmesine gerek yoktur.

4.3.3.2. Dar Mükellef Kişilerin Türev Finansal Araçlar Gelirlerinin Vergilendirilmesi

Gelir Vergisi Kanunu kapsamında, VİOP'ta işlem yapan tam mükellef veya dar mükellef bireysel yatırımcıların stopaj işlemlerinde ticari faaliyet kapsamında olsun veya olmasın vergilendirme işlemi uygulanırken piyasa katılımcılarının uzun veya kısa pozisyon konumunda olmaları fark etmemektedir. Yapılan işlemler borsa rayıcı değerlendirme esasına göre günlük olarak değerlemeye tabi tutulur ve güncelleştirme işlemi uygulanarak kâr veya zarar ticari kazançta uygulanır. Takasbank'a yatırılan teminatların nemaları ticari kazançta dâhil edilerek nakit teminatların nemaları için %15 stopaj uygulanmaktadır.

Vadeli işlem sözleşmelerinin ticari faaliyet kapsamında işleme konu olması, nakdi uzlaşma veya ters pozisyon alınarak kapatılması durumunda, döviz, elektrik, emtia ve altın vadeli işlem sözleşmeleri üzerinden elde edilen kazançlar için uygulanacak stopaj oranı %10'dur. Pay ve pay endeksine dayalı sözleşmelerden elde edilen gelirler için %0 stopaj uygulanmaktadır. Stopaj nihai vergi olmakla birlikte, beyan edilmesine gerek yoktur.

4.3.4. VİOP'ta İşlem Gören Opsiyon Sözleşmelerinin Bireysel Yatırımcılar İçin Vergilendirilmesi

VİOP'ta işlem gören opsiyon sözleşmelerinde uzun veya kısa pozisyon alan bireysel yatırımcı için vergi uygulamalarında uygulanacak stopaj, vadeli işlem sözleşmelerinden farklı olarak uygulanmaktadır. Bunun nedeni opsiyon sözleşmelerinde yatırılan prim günlük olarak güncellenmediği için vergiye tabi olmayacaktır. Takasbank'a yatırılan nakit teminatların nema faizleri için %15 stopaj uygulanmaktadır. Uygulanan stopaj nihai vergi durumunda olduğundan beyana gerek yoktur. Sözleşmenin nakdi uzlaşma ile sonuçlandırılması durumunda pay ve pay endeksine dayalı sözleşmelerden elde edilecek kazançlar için uygulanacak stopaj oranı %0 olacaktır. Sözleşmenin ters pozisyon ile sonuçlandırılması durumunda, pay ve pay endekslerine dayalı opsiyon sözleşmelerinden

elde edilecek kazançlar için %0 stopaj uygulanmaktadır. Elde edilen kazanç ticari kazançta eklenirken, tahsil edilen opsiyon primi ile elde edilen opsiyon primi arasında oluşan fark negatif ise zarar ticari kazançtan indirilir (BİST, 2013: 9-11).

4.3.5. Tezgâhüstü (OTC) Türev Finansal Araçların Gelir Vergisi Açısından Vergilendirilmesi

Forward, swap ve OTC (tezgâhüstü) piyasalarda işlem görmeyen opsiyon sözleşmeleri menkul kıymet özelliği taşımadığından menkul sermaye iradı sayılmamaktadır. Bundan dolayı bu sözleşmelerin menkul kıymet sayılmamaları sebebiyle 193 sayılı G.V. K'nın 37. maddesi "Kendi nam ve hesaplarına menkul kıymet alım-satımı ile devamlı olarak uğraşanların bu faaliyetlerinden" elde ettikleri kazançlardan sayılmamakta, dolayısıyla ticari kazanç olarak değerlendirilmemektedir.

Forward işlemlerin Gelir Vergisi Kanunu kapsamında vergilendirilmesi işlemlerinde elde edilecek kazançlar için %10 stopaj uygulanacaktır. Forward işlemlerin taraflar arasında anlaşma sonucu vade sonunda elde edilecek kâr veya zararın durumu sözleşmenin sonuçlandırılması sonucunda belli olmaktadır. İşlemlerin kâr ile sonuçlandırılması durumunda, sözleşmeye konu olan dayanak varlığın piyasa fiyatına göre oluşan değeri ile forward sözleşmesindeki kullanım fiyatına göre oluşan değeri arasındaki fark tevkifat matrahı olacaktır.

Tezgâhüstü piyasalarda işleme konu olan swap sözleşmelerinde kâr veya zarar durumu vade sonunda ortaya çıkmaktadır. Swap işlemlerinin Gelir Vergisi Kanunu kapsamında vergilendirme işlemlerinde para swap ve faiz swap çeşitlerini değerlendirecek olursak; para swap işlemlerinde stopaja tabi olacak sözleşmelerde ilk değişim tarihindeki kura göre hesaplanan değer ile sözleşme vadesindeki değişim kuruna göre oluşan değer arasındaki fark stopaj işlemine tabi olacaktır. Para swap işlemleri için elde edilecek kazançlar için %10 stopaj uygulanacaktır. Faiz swap işlemlerinde ise uygulanacak yöntem faiz değişimleri ve ödeme dönemleri nedeniyle hesaplanan net kazanç tutarı %10 oranında stopaja tabi olacaktır.

Tezgâhüstü piyasalarda işlem gören opsiyon sözleşmelerinin vergilendirilmesinde uygulanacak tevkifat matrahı, sözleşmenin dayanağını oluşturan kıymetin piyasa fiyatına

göre oluşan değeri ile opsiyon sözleşmesindeki kullanım fiyatına göre oluşan değeri arasındaki farktan, ödenen opsiyon primi sonrası kalan tutardır. Hakkın kullanılmaması durumunda ödenen opsiyon primi zarar durumunda olup, izleyen dönemlerde doğan gelirlerden zarar mahsubu yapılabilecektir.

4.4. Türev Finansal Araçların Kurumlar Vergisi Açısından Vergilendirilmesi

4.4.1. Verginin Konusu

Kurumlar vergisinin konusunu kurum kazançları oluşturmaktadır. Türk vergi sisteminde geliri vergilendiren ikinci vergi kurumlar vergisidir. Verginin konusunu oluşturan kazanç, gelir unsurlarından meydana gelir. Kurumlar vergisi de tıpkı gelir vergisi gibi gelir üzerinden alınan bir vergidir.

4.4.2. Kurumlar Vergisi Mükellefleri

5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanununun (KVK) 1. maddesi uyarınca; kurumlar vergisi mükellefleri, sermaye şirketleri, kooperatifler, iktisadi kamu kuruluşları, dernek veya vakıflara ait iktisadi işletmeler ve iş ortaklıklarından oluşur.

Vergilemede mükellefiyetin tespiti vergi kanunlarının uygulama alanlarının coğrafi sınırlarının belirlenmesi açısından önemlidir. Bu amaçla kurumlar vergisinde de gelir vergisinde olduğu gibi tam ve dar mükellefiyet olmak üzere iki tür mükellefiyet oluşturulmuştur (Şenyüz, vd. , 2015: 154).

4.4.3. Türev Finansal Araçların Kurumlar Vergisi Kapsamında Tevkifat (Stopaj) Uygulaması

Kurumlar Vergisi Kanunu kapsamında türev finansal piyasalarda yapılan işlemler sonucu elde edilen gelirlerin stopaj uygulamasında tam mülkiyet ve dar mülkiyet yönünden değerlendirilerek stopaja tabi olacaktır. (14) Numaralı fıkra uyarınca kurumların aralarında yaptıkları vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinden doğan kazançlarının geçici 67'nci madde uygulaması aşağıdaki Tablo 40'daki gibidir (Doğan, 2015: 23).

Tablo 40: Geçici 67'nci Madde Uygulaması

Sözleşmenin Tarafları	Daimi Temsilci/İş-yeri	Geçici 67'nci Mad. Göre Tevkifat
------------------------------	-------------------------------	---

Tam Mük. Kurum-Tam Mük. Kurum	-	Yapılmayacak
Dar Mük. Kurum-Tam Mük. Kurum	Var	Yapılmayacak
Dar Mük. Kurum-Tam Mük. Kurum	Yok	Yapılacak
Dar Mük. Banka ve Benzeri Finans Kurumu-Tam Mük. Kurum	Var	Yapılmayacak
Dar Mük. Banka ve Benzeri Finans Kurumu-Tam Mük. Kurum	Yok	Yapılmayacak

Kaynak: (Doğan, 2015: 23)

1/10/2010 tarihinden itibaren Geçici 67'nci madde uygulaması ile Türkiye'de kurulu vadeli işlem ve opsiyon borsalarında işleme konu olan hisse senetlerine ve hisse senedi endekslerine dayalı olarak yapılan sözleşmeler ve dışında kalan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinden elde edilecek gelirlerin kurumlar vergisi yönünden stopaj uygulamaları düzenlenmiştir. VİOP tevkifat oranları kurumlar vergisi açısından uygulamaları Tablo 41'de sunulmaktadır.

Tablo 41: VİOP Tevkifat Oranları (Kurumlar Vergisi)

VİOP'ta Elde Edilen Kazançların Vergilendirilmesi	Tam Mükellef Sermaye Şirketi/Yatırım Fon ve Ortaklıklar	Dar Mükellef Sermaye Şirketi/Yatırım Fon ve Ortaklıklar
Pay ve Pay Endeksine Dayalı Sözleşmelerden Elde Edilen Kazançlar	%0	%0
Pay ve Pay Endeksine Dayalı Sözleşmeler Haricindeki Sözleşmelerden Elde Edilen Kazançlar	%0	%0

Kaynak: BİST

Türev finansal araçlardan elde edilen gelirleri vergilendirmede uygulanacak stopaj oranlarını incelediğimizde kurumların tam mükellef veya dar mükellef kurumlar olmasına

bağlı olarak değişmektedir. Ülkemizde türev işlemlerin yapıldığı organize borsa olan Borsa İstanbul bünyesinde bulunan VİOP'ta elde ettikleri kazançlar için uygulanacak stopaj oranları, işlem gören dayanak varlıklara göre değişmektedir.

4.4.4. Kurumlar Tarafından Elde Edilen Türev Finansal Araç Gelirlerinin Vergilendirilmesi

Bu bölümde Borsa İstanbul bünyesinde faaliyet gösteren Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası işlemlerinin Kurumlar Vergisi çerçevesinde kurumların elde ettiği gelirlerin vergilendirilmesinde kurumların tam mükellef ve dar mükellef olması yönüyle değerlendirilecektir. Aynı zamanda organize piyasa ve tezgâhüstü (OTC) piyasada işlem görmesi yönünden de incelenecektir.

4.4.4.1. Tam Mükellef Kurumların Türev Finansal Araç Gelirlerinin Vergilendirilmesi

Vadeli işlem sözleşmelerinde alınan pozisyon boyunca, borsa rayici ile değerlendirilerek, güncelleştirme işlemine bağlı olarak oluşacak kâr veya zarar kurum kazancına uygulanır. Takasbank'a yatırılan teminatların nemaları ticari kazançta dâhil edilerek, nakit teminatların nemaları için %15 stopaj uygulanmaktadır.

Tam mükellef sermaye şirketleri ile yatırım fon ortaklıklarının taraf oldukları vadeli işlem sözleşmelerinin, nakdi uzlaşma veya ters pozisyon alınarak kapatılması durumunda, döviz, elektrik, emtia ve altın vadeli işlem sözleşmeleri üzerinden elde edilen kazançlar için uygulanacak stopaj oranı %0 olup diğer tam mükellef kurumsal yatırımcılar için %10'dur. Pay ve pay endeksine dayalı sözleşmelerden elde edilen gelirler için %0 stopaj uygulanmaktadır. Uygulanan stopaj nihai vergi olmakla birlikte, elde edilen kazançların beyan edilmesine gerek yoktur. Kurumlar tarafından elde edilen gelirler, %20 oranında kurumlar vergisine tabidir. Ödenen stopaj beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edilir (BİST, 2013: 15).

Borsa İstanbul bünyesinde faaliyet gösteren Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda işlem gören opsiyon sözleşmeleri için vergilendirme tam mükellef kurumlar açısından değerlendirdiğimizde hisse senetlerine ve hisse senedi endekslerine dayalı opsiyon sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda stopaj oranı % 0 olarak uygulanmaktadır. Borsa İstan-

bul'da işlem gören ve dayanak varlık bazında diğer varlıklara dayalı olarak yapılan opsiyon sözleşmelerinden elde edilen kazançlar sermaye şirketleri için %0 stopaj uygulanmaktadır. Diğer kurumsal yatırımcılar için ise uygulanan stopaj oranı %10'dur. Elde edilen kazançlar %20 oranında kurumlar vergisine tabidir. Ödenen stopaj beyanname üzerinde hesaplanan kurumlar vergisinden mahsup edilir.

4.4.4.2. Dar Mükellef Kurumların Türev Finansal Araçlar Gelirlerinin Vergilendirilmesi

Vadeli işlem sözleşmelerinde alınan pozisyon boyunca, borsa rayıcı ile değerlendirilerek, güncelleştirme işlemine bağlı olarak oluşacak kâr veya zarar kurum kazancına uygulanır. Takasbank'a yatırılan teminatların nemaları ticari kazançta dâhil edilerek, nakit teminatların nemaları için %15 stopaj uygulanmaktadır.

Dar mükellef sermaye şirketleri ile yatırım fon ortaklıklarının Borsa İstanbul bünyesinde bulunan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası (VİOP) platformunda yapılan işlemler yönünden kurumlar vergisi kapsamında vergilendirilecektir. Dar mükellef kurumların, taraf oldukları vadeli işlem sözleşmelerinin, nakdi uzlaşması veya ters pozisyon alınarak kapatılması durumunda, döviz, elektrik, emtia ve altın vadeli işlem sözleşmeleri üzerinden elde edilen kazançlar için uygulanacak stopaj oranı % 0 olup diğer dar mükellef kurumsal yatırımcılar için %10 stopaj uygulanacaktır. Ticari kazançta dâhil edilir. Pay ve pay endeksine dayalı sözleşmelerden elde edilen gelirler için tüm dar mükellef kurumlar için % 0 stopaj uygulanmaktadır. Uygulanan stopaj nihai vergi olmakla birlikte, elde edilen kazançların beyan edilmesine gerek yoktur (BİST, 2013: 17).

Borsa İstanbul (BİST) bünyesinde Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda işlem gören opsiyon sözleşmeleri için vergilendirme işlemini dar mükellef kurumlar yönünden incelediğimizde hisse senetlerine ve hisse senedi endekslerine dayalı opsiyon sözleşmelerinden elde edilen kazançlar için uygulanan stopaj oranı % 0 olmaktadır. BİST'de diğer dayanak varlıklara dayalı olarak işlem gören opsiyon sözleşmeleri için uygulanacak stopaj oranı sermaye şirketleri için % 0 iken, diğer kurumsal yatırımcılar için %10'dur. Yapılan işlemler sonucu elde edilen kurum kazançları için stopaj nihai vergi olup beyan edilmesine gerek yoktur.

4.4.4.3. Tezgâhüstü (OTC) Türev Finansal Araçların Kurumlar Vergisi Açısından Vergilendirilmesi

Tezgâhüstü (OTC) piyasada işlem gören türev finansal araçlar neticesinde elde edilecek kazançlar vergi mevzuatımıza göre menkul sermaye iradı sayılmadığı bilinmektedir. Ancak alım-satım işlemleri devamlı yapıldığı durumlarda, faaliyet ticari sayılmaktadır.

Geçici 67'nci maddeye göre, sermaye piyasasının katılımcıları olan bankalar veya aracı kurumlar, bu nitelikte bir işlem yapmaları halinde; vadeli işlem veya opsiyon sözleşmesinin hükmünden yararlandığı anda, sözleşmeye baz alınan kıymetin piyasa fiyatına göre oluşan değeri ile işlem fiyatına göre oluşan değeri arasındaki fark üzerinden sözleşmenin sona erdiği tarih itibarıyla tam ve dar mükellef sermaye şirketleri için %0, stopaj yapılacaktır.

4.5. Türev Finansal Araçların Katma Değer Vergisi (KDV) Açısından Vergilendirilmesi

4.5.1. Verginin Konusu

Katma değer vergisinin konusu Türkiye'de yapılan işlemlerdir. Bu tanımdan katma değer vergisinin iki unsuru olduğu anlaşılmaktadır. Belirli bir işlemin olması ve bu işlemin Türkiye'de yapılmasıdır.

4.5.2. Verginin Mükellefleri

Katma değer vergisi yükümlüsü olarak mal teslimi veya hizmet ifası işlemini yapanlar ve ithalatta mal ve hizmet ithal edenler kanuni vergi mükellefidir.

4.5.3. Türev Finansal Araçların Katma Değer Vergisi (KDV) Açısından Vergilendirilmesi

Katma Değer Vergisi Kanunu türev finansal araçlar için uygulamasını incelediğimizde KDV Kanununun 1. Maddesine göre; Türkiye'de ticari faaliyet çerçevesinde yapılan teslim ve hizmetler katma değer vergisine tabidir. Bu kanuna göre yurt içinde işlem gören türev işlemler ticari faaliyet kapsamında olması durumunda katma değer vergisine tabi olacaktır. Türev işleme konu olan sözleşmeleri incelediğimizde; sözleşmeye konu olan dayanak varlığın teslimi konusudur. Türev işlemler için KDV açısından vergiyi doğuran

olay, sözleşme KDV'ye tabi olan bir ürünü içeriyorsa ve sözleşme teslimle sonuçlandırılırsa bu işlemten dolayı KDV'ye tabi olacaktır. Bundan dolayı yapılan ticari faaliyet çerçevesinde finansal türev işlemleri için KDV uygulanacaktır (Organ ve Bozdoğan, 2012: 58).

Bu açıdan baktığımızda tezgâhüstü piyasada işlem gören türev finansal araçları düşündüğümüzde forward sözleşmelerinden kaynaklı mal veya finansal değer vade sonunda teslim edilmesi veya Türkiye'de işlem görmesi gerekmektedir. Teslimi Türkiye'de yapılmayan ya da Türkiye'de teslim edilse dahi, ithalat söz konusu olmadıkça, ticari, sınai, zirai faaliyet ve serbest meslek faaliyetinden kaynaklanmayan forward sözleşmeleri katma değer vergisine tabi olmayacaktır. Swap işlemlerinde teslimat açısından karşılıklı birden fazla teslim söz konusu olduğu için bu teslimlerden her biri ayrı ayrı vergi doğurur. Futures ve opsiyon sözleşmelerinde ise takas odası teslimlere aracılık ettiği için satıcı-takas odası, takas odası-alıcı işlemleri ayrı ayrı vergiye tabidir (Yanbolu, 2011: 65).

Opsiyon sözleşmeleri açısından inceledığımızda ticari faaliyet çerçevesinde işleme konu olan opsiyon sözleşmeleri Katma Değer Vergisi Kanunu'nun 1. maddesine göre genel kural olarak katma değer vergisine tabidir. Türev işlemler ile ilgili vergiyi doğuran olay Katma Değer Vergisi Kanunu'nun 10. maddesini incelediğimizde görmekteyiz.

4.5.4. Türev Finansal Araçların Katma Değer Vergisi (KDV) İstisnası

Türev finansal araçlar tarafından yapılan işlemlerin istisnası KDV Kanunu'nun 17. Maddesinin "Sosyal ve Askeri Amaçlı İstisnalarla Diğer İstisnalar" başlıklı 4. fıkrasında açıklanmıştır. Bu maddede yer alan Banka ve sigorta muameleleri vergisi kapsamına giren işlemler KDV'den istisna edilmiştir. Bir diğer istisna kapsamında, külçe altın ve külçe gümüş, kıymetli taşlar, döviz, para, damga pulu, harç pulu, değerli kağıtlar, hisse senedi tahvil teslimleri istisnası yer almaktadır. Bu maddeye istinaden 6.12.2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre Türkiye'de kurulu borsalarda işlem görmek üzere ithali, borsaya teslimi ve borsa üyeleri arasında el değiştirmesi, döviz, para, damga pulu, değerli kâğıtlar, hisse senedi, tahvil, varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilen kira sertifikaları ve Türkiye'de kurulu borsalarda işlem gören sermaye piyasası araçları KDV'den istisna edilmiştir (Şenyüz, vd. , 2015: 295)

Bu hükme dayanarak mal teslimi ile sonuçlanan Futures sözleşmelerinde, herhangi bir mal tesliminden farksız olarak KDV uygulanmalıdır. Futures sözleşmesi sonucunda teslim edilen külçe altın, külçe gümüş ile kıymetli taşların teslimi katma değer vergisinden istisna edilmiştir.

4.6. Türev Finansal Araçların Banka ve Sigorta Muameleleri (BSMV) Açısından Vergilendirilmesi

Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi Kanunu 6802 sayılı Gider Vergileri Kanunu'nun 28. ve 33. maddeleri arasında düzenlenmiştir.

4.6.1. Verginin Konusu

Banka ve sigorta şirketlerinin her ne şekilde ve her ne ad altında olursa olsun “para karşılığında, yapmış oldukları işlemler“ BSMV'nin konusunu oluşturmaktadır. Bu ve buna benzer işlemlere genel olarak banka ve sigortacılık hizmetleri denilmektedir. Banka ve bankerlerin yapmış oldukları işlemler olabileceği gibi doğrudan banka ve sigortacılık hizmeti sayılmayan faaliyetlerin de verginin kapsamına girmektedir.

4.6.2. Verginin Mükellefleri

BSMV'nin mükellefleri arasında; bankerler, bankalar, sigorta şirketleri, finansman şirketleri ve factoring şirketleri sayılabilir.

4.6.3. Türev Finansal Araçların BSMV Kapsamında Vergilendirilmesi

Banka, banker ve sigorta şirketleri tarafından vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin düzenlenmesi ve alım satımı nedeniyle lehe alınan paralar 6802 sayılı kanunun 28'inci maddesine göre BSMV'ye tabidir. Aynı Kanunun 29'uncu maddesinin (P) bendinde “Arbitraj muameleleri ile Türkiye'de kurulu borsalarda gerçekleştirilen vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine ilişkin muameleler ve bu muameleler sonucu lehe alınan paralar“ BSMV'den istisna olacaktır. Birden farklı piyasada işlem gören vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri düşük fiyattan alınıp yüksek fiyata satılması yani arbitraj amaçlı işlem yapılması durumunda BSMV'den istisna olacaktır. Ancak, sözleşme işlemlerine ilişkin nakdi teminatların Takasbank'a yatırılması suretiyle lehe alınan paralar istisna

kapsamına girmemektedir (Doğan, 2015: 26-27). Buna göre, Borsa İstanbul (BİST) Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası işlemlerine konu olan sözleşmelerin işlem kazançları BSMV yönünden istisna kapsamına girmektedir.

Döviz/TL veya döviz/dövize dayalı olarak yapılan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin fiziki teslimatla sonuçlanması halinde, bu işlemler kambiyo işlemi olarak sıfır oranında BSMV'ye tabidir. Türkiye'de kurulu borsalarda gerçekleştirilmeyen gerek döviz/TL gerekse döviz/döviz vadeli işlem sözleşmelerinin nakdi uzlaşması ile sonuçlanması halinde lehe alınan paralar BSMV'ye tabi tutulacaktır.

4.6.4. Tezgâhüstü (OTC) Türev İşlemler ve BSMV Açısından Vergilendirilmesi

5 Seri Nolu Kurumlar Vergisi Tebliğin'in konusunu, türev ürünlere ilişkin işlemler ile diğer bazı sermaye piyasası işlemlerinin banka ve sigorta muameleleri vergisi (BSMV) yönünden vergilendirilmesine ilişkin açıklamalar oluşturmaktadır (GİB, 2012)

Forward

Banka ve bankerler tarafından dövize veya diğer finansal varlığa dayalı olarak yapılan forward işlemlerinde lehe alınan paralar için BSMV uygulanacaktır. Ancak forward sözleşmelerde fiziki teslimatla sonuçlanan işlemler için BSMV oranı sıfır olduğundan vergi hesaplanmayacaktır. Sözleşmenin nakdi uzlaşması ile sonuçlanması durumunda, lehe alınan para üzerinden BSMV oranı %5 olarak hesaplanacaktır.

Swap İşlemlerinin Vergilendirilmesi

Vadeli işlem olması ve risk unsurlarını içinde barındırması, swap işlemlerinin arbitraj işlemlerine yönelik istisna kapsamında değerlendirilememektedir. Bundan dolayı swap işlemlerinde lehe alınan paraların BSMV'ye tabi tutulması gerekmektedir.

Para Swapı

Para swap işlemlerine konu olan belirli bir miktardaki para birimlerini değiştirmek suretiyle gerçekleştirilen işlemlerdir.

Para swapı sözleşmeleri fiziki teslimle sonuçlanması durumunda, yapılan bu işlem kambiyo işlemi niteliğinde olacağından BSMV hesaplanmayacaktır. Ancak, sözleşmenin

nakdi uzlaşı ile sonuçlanması durumunda BSMV mükellefleri tarafından lehe alınan paralar için % 5 oranında BSMV uygulanacaktır.

Faiz Swapı

Faiz swapı sözleşmesi tek bir işlem olarak değerlendirilmektedir. Ara dönemde yapılan faiz tahsilatları üzerinden BSMV uygulanmayacaktır. Gelir, sözleşme yükümlülüklerinin sona erdiği vadede ortaya çıkmaktadır. Lehe alınan paranın tespitinde alınan ve ödenen faizler ile birlikte ara dönemlerdeki faiz tahsilatları üzerinden ayrıca BSMV hesaplanmayacaktır. BSMV mükellefleri tarafından lehe alınan paraların tespiti vade sonunda ortaya çıkacağından, vade sonunda sözleşme bazında net faiz gelirinin oluşması halinde bu tutar üzerinden %5 oranında BSMV hesaplanması gerekmektedir.

Opsiyon

Opsiyon sözleşmelerinin BSMV açısından vergilendirilmesini incelediğimizde Türkiye’de kurulu organize borsalarda işlem gören opsiyon sözleşmeleri, 6802 sayılı Kanunun 29’uncu maddesinin (P) bendi uyarınca BSMV’den istisna tutulmuştur. BSMV mükelleflerinin borsa dışında gerçekleştirdikleri opsiyon sözleşmelerine ilişkin muameleler ve muameleler sonucu lehe aldıkları paralar BSMV’ye tabi tutulacaktır.

Opsiyon işlemleri sonucu lehe alınan para, yani BSMV matrahı; alma hakkı veren opsiyonlarda sözleşmeye konu olan finansal varlığın piyasa fiyatından, kullanım fiyatı ve opsiyon priminin indirilmesi suretiyle bulunacak tutar, satma hakkı veren opsiyonlarda ise kullanım fiyatından piyasa fiyatı ve opsiyon primi indirilmesi ile hesaplanacak tutardır. Opsiyon primi, alım veya satım hakkını satan taraf açısından hak satışı nedeniyle lehe alınan para mahiyetinde olduğundan, BSMV mükelleflerinin lehlerine aldıkları opsiyon primleri üzerinden %5 BSMV hesaplanacaktır. Opsiyon hakkının satılması dolayısıyla lehe alınan paralar (opsiyon primi) istisna kapsamına girmektedir (Doğan, 2015: 30).

4.7. Türev Finansal Araçların Damga Vergisi Açısından Vergilendirilmesi

4.7.1. Verginin Konusu

488 sayılı Damga Vergisi Kanunu (DVK) uyarınca, DVK’da kanuna ekli (1) sayılı tabloda yazılı kâğıtlar damga vergisine tabidir. Bu kanundaki kâğıtlar terimi, yazılıp imzalanmak veya imza yerine geçen bir işaret konmak suretiyle düzenlenen ve herhangi bir hususu ispat veya belli etmek için ibraz edilebilecek olan belgeler ile elektronik imza kullanılmak suretiyle manyetik ortamda ve elektronik şekilde oluşturulan belgeleri ifade etmektedir (Şenyüz, vd. , 2015: 329). Damga vergisinden bahsedebilmemiz için damga vergisinde vergiyi doğuran olay işlemin varlığı değil, işleme ilişkin kağıdın düzenlenmesidir.

Kişilerin kendi aralarında veya devletle ilişkilerinde kullanılan vergi konusuna giren kâğıtlar DVK’ya ekli 1 sayılı tabloda vergiye tabi kâğıtlar; “akitlerle ilgili kâğıtlar”, “kararlar ve mazbatalar”, “ticari işlemlerde kullanılan kâğıtlar” ve “makbuzlar ve diğer kâğıtlar” olmak üzere dört ana gruba ayrılmıştır.

4.7.2. Verginin Mükellefi

Damga vergisinin mükellefi vergi konusuna giren kâğıtları imza edenlerdir. Damga vergisi uygulanacak belgelere atılan imza sayısının birden fazla olması durumunda kâğıda imza koyan kişiler mükellef kabul edilirler. Bu durumda uygulanacak damga vergisi tutarını etkilememektedir. İmza koyanların birbirinden bağımsız olarak imza edilen kâğıtlara ait vergi ve cezanın ödenmesinde ayrı ayrı ödeme mükellefiyetleri yoktur. İmzalayanların tamamı müteselsilen sorumludurlar (Organ ve Bozdoğan, 2012: 60-61).

4.7.3. Türev Finansal Araçların Damga Vergisi İstisnası

Sermaye Piyasası Kanunu’nun 40. maddesinde damga vergisinden muaf tutulan sermaye piyasası araçları arasında her türlü türev ürünlerinden oluşacak sermaye piyasası araçları da belirtilmiştir. Bakanlar Kurulu tarafından düzenlenen Damga Vergisi Kanunu’nun mükerrer 30.maddesi hükmü gereğine göre vadeli işlem piyasasının geliştirilmesi için vadeli işlem sözleşmeleri (forward, future, opsiyon, swap, vb.) ve bu sözleşmelerle ilgili olarak düzenlenen diğer kağıtlar Damga Vergisi Kanunu’na ekli (2) sayılı tabloya göre damga vergisinden muaf tutulmuştur (Yanbolu, 2011: 72).

4.8. Türev Finansal Araçların Muhasebeleştirilmesi

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun yürürlüğe girmesi ile birlikte belli hadleri aşan işletmelerin Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) ve Türkiye Finansal Raporlama Standartları'nı (TFRS) uygulaması yasal zorunluluk halini almıştır. Türev ürünler bir finansal araç olması nedeniyle, türev ürünler ile ilgili düzenlemeler aşağıdaki standartlarda yer almaktadır;

- TMS 32 Finansal Araçlar: Sunum
- TMS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme
- TFRS 7 Finansal Araçlar: Açıklamalar
- TFRS 9 Finansal Araçlar

Türev finansal araçların TMS/TRFS çerçevesinde muhasebeleştirilmesine olanak veren hesaplar, Tekdüzen Hesap Planı'nda yer almamaktadır. Türev finansal araçların muhasebeleştirilebilmesi için Tekdüzen Hesap Planı'na bazı hesapların açılması gerekmektedir. Türev finansal araçların TMS/TFRS çerçevesinde muhasebeleştirilebilmesi için açılması gereken hesaplar ile ilgili öneriler aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- Türev finansal ürünler alım-satım amaçlı veya finansal riskten korunma amaçlı olarak kısa vadeli veya uzun vadeli olarak elde tutulabilir. En fazla on iki ay elde bulundurmak amacıyla yapılan türev sözleşmelerin 11 Menkul Kıymetler grubunda açılacak olan 11X Türev Finansal Varlıklar Hesabı isminde bir hesapta izlenmesi uygun olacaktır. Ancak on iki aydan daha uzun sürede elde bulundurmak amacıyla yapılan türev sözleşmelerin ise 22 Finansal Yatırımlar grubunda açılacak olan 24X Türev Finansal Varlıklar Hesabı isminde bir hesapta izlenmesi uygun görünmektedir.
- Türev sözleşmeye yükümlü sıfatıyla taraf olunması durumunda, türev sözleşmeden kaynaklanan yükümlülüğün 30 Finansal Borçlar grubunda açılacak olan 30X Türev Finansal Borçlar isminde bir hesapta izlenmesi uygun olacaktır.

- İşletmenin türev finansal varlık edinmesi ve başlangıç maliyetinin sıfır olması durumunda, 11X Türev Finansal Varlıklar ve 24X Türev Finansal Varlıklar hesaplarına herhangi bir kayıt yapılmaz. Yapılan türev sözleşmeler bilanço dışında bilgi (nazım) hesaplarında izlenir. Bu doğrultuda sözleşmelerin türlerine göre nazım hesaplar tanımlanabilir. Tanımlanacak olan nazım hesaplar şu şekilde olabilir;
 - 900 Forward Sözleşmesinden Borçlular Hesabı
 - 901 Forward Sözleşmesinden Alacaklılar Hesabı
 - 910 Futures Sözleşmesinden Borçlular Hesabı
 - 911 Futures Sözleşmesinden Alacaklılar Hesabı
 - 920 Opsiyon Sözleşmesinden Borçlular Hesabı
 - 921 Opsiyon Sözleşmesinden Alacaklılar Hesabı
 - 930 Swap Sözleşmesinden Borçlular Hesabı
 - 931 Swap Sözleşmesinden Alacaklılar Hesabı
- TMS/TFRS çerçevesinde raporlama tarihinde türev sözleşmelerin değerlendirilmesi sonucu ortaya çıkan farkların 11X Türev Finansal Varlıklar veya 24X Türev Finansal Varlıklar hesaplarında izlenmesi uygun görünmektedir. Söz konusu hesaplara kaydedilen değerlendirme farkları, ilgili TMS/TFRS çerçevesinde gelir tablosu veya özkaynak hesabı ile ilişkilendirilmesi gerekmektedir.
- Türev sözleşmelerin edinilmesinde başlangıç teminatı veya prim yatırılması gerekiyor ise söz konusu prim veya teminatların 11X Türev Finansal Varlıklar veya 24X Türev Finansal Varlıklar hesaplarında izlenmesi uygun olacaktır.
- Türev finansal araçların değerlendirilmesi sonucu ortaya çıkan farkların, diğer kapsamlı gelir içerisinde sınıflanması gerekmektedir. Bu doğrultuda değerlendirme sonucu ortaya çıkan farkların, öz kaynaklar içerisinde açılacak

olan 55X Türev Finansal Araçlar Gerçeğe Uygun Değer Farkları Hesabı isminde bir hesapta izlenmesi uygun görünmektedir.

- Türev finansal araçların elden çıkarılması, yani satılması sonucu ortaya çıkan kâr veya zararların ise gelir tablosu ile ilişkilendirilmesi gerekmektedir. Dolayısıyla türev finansal araçların elden çıkarılması sonucu ortaya çıkan kârların 64X Türev Finansal Araç Kârları Hesabı'nda, zararların ise 65X Türev Finansal Araç Zararları Hesabı'nda izlenmesi tarafımızca önerilmektedir.

TMS/TFRS çerçevesinde yapılan hesap önerileri kapsamında; forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmelerinin nasıl muhasebeleştirileceğini ayrı başlıklar halinde örnekle üzerinde açıklamak yerinde olacaktır.

4.8.1. Forward Sözleşmelerin Muhasebeleştirilmesi

Örnek: Konya'da üretim yapan FHB A.Ş. 01.06.2015'te KFS A.Ş.'den 01.12.2015'te teslim alınmak ve ödenmek üzere 100.000 \$ tutarında buğday satın almak üzere anlaşmıştır. FHB A.Ş. vade tarihinde ortaya çıkabilecek kur değişimlerinden korunmak için 01.06.2015 tarihinde forward kuru 1 \$=2,75 TL'den 100.000 \$ alımı için Döviz Forward Sözleşmesi satın almıştır. Kurlar aşağıdaki gibidir.

1 Haziran 2015; 1 \$=2,60 TL

1 Aralık 2015;

a-) 1 \$=2,80 TL (Kurda yükselme durumu)

b-) 1 \$=2,65 TL (Kurda düşme durumu)

01.06.2015	Borç	Alacak
900 FORWARD SÖZLEŞMESİNDEN BORÇLULAR	275.000	
901 FORWARD SÖZLEŞMESİNDEN ALACAKLILAR		275.000
(Forward sözleşmesinin Nazım Hesaplara kaydı)		
<i>100.000 Dolar x 2,75 TL/\$ = 275.000 TL</i>		

Forward sözleşmesi ile ilgili kur değişimi kaynaklı değerlendirme farkı;

a) $100.000 \$ \times (2,80 \text{ TL}/\$ - 2,75 \text{ TL}/\$) = 5.000 \text{ TL}$

01.12.2015	Borç	Alacak
116 TÜREV FINANSAL VARLIKLAR 562 TÜREV FNS. ARÇ. GERÇ. UYG. DEĞ. FARK. <i>(Forward sözleşmesi ile ilgili kur değişimi kaynaklı değerlendirme kaydı)</i> <i>100.000 Dolar x (2,80 TL/\$ - 2,75 TL/\$) = 5.000 TL</i>	5.000	5.000

01.12.2015	Borç	Alacak
253 MADDİ DURAN VARLIKLAR 102 BANKALAR HS. 116 TÜREV FINANSAL VARLIKLAR <i>(MDV kaydı) 100.000 Dolar x 2,80 TL/\$ = 280.000 TL</i>	280.000	275.000 5.000

Forward sözleşmesinin Nazım Hesaplarda kapatılması kaydı;

01.12.2015	Borç	Alacak
901 FORWARD SÖZLEŞMESİNDEN ALACAKLILAR 900 FORWARD SÖZLEŞMESİNDEN BORÇLULAR <i>(Forward sözleşmesinin Nazım Hesaplarda kapatılması kaydı)</i>	275.000	275.000

Forward sözleşmesi ile ilgili kazancın kaydı;

01.12.2015	Borç	Alacak
55X TÜREV FIN. ARAÇ. GER. UYG. DEĞ. FARKLARI 64X TÜREV FINANSAL ARAÇ KÂRLARI <i>(Forward sözleşmesi ile ilgili kazancın kaydı)</i>	5.000	5.000

b) Forward sözleşmesi ile ilgili kur değişimi kaynaklı değerlendirme farkı;

$$100.000 \$ \times (2,65 \text{ TL}/\$ - 2,75 \text{ TL}/\$) = -10.000 \text{ TL}$$

01.12.2015	Borç	Alacak
55X TÜREV FNS. ARÇ. GERÇ. UYG. DEĞ. FARK. 11X TÜREV FINANSAL VARLIKLAR <i>(Forward sözleşmesi ile ilgili kur değişimi kaynaklı değerlendirme kaydı)</i> <i>100.000 Dolar x (2,65 TL/\$ - 2,75 TL/\$) = -10.000 TL</i>	10.000	10.000

Maddi Duran Varlık kaydı;

$$100.000 \$ \times 2,65 \text{ TL}/\text{€} = 265.000 \text{ TL}$$

01.12.2015	Borç	Alacak
253 MADDİ DURAN VARLIKLAR 11X TÜREV FINANSAL VARLIKLAR 102 BANKALAR HS. <i>(MDV kaydı)</i> <i>100.000 Dolar x 2,65 TL/\$ = 265.000 TL</i>	265.000 10.000	275.000

Forward sözleşmesinin Nazım Hesaplarda kapatılması kaydı;

01.12.2015	Borç	Alacak
900 FORWARD SÖZLEŞMESİNDEN BORÇLULAR	275.000	
901 FORWARD SÖZLEŞMESİNDEN ALACAKLILAR		275.000
<i>(Forward sözleşmesinin Nazım Hesaplarda kapatılması kaydı)</i>		

Forward sözleşmesi ile ilgili zararın kaydı;

01.12.2015	Borç	Alacak
65X Türev Finansal Araç Zararları	5.000	
55X Türev F. Araç. G. Uyg. Değ. Farkları		10.000

4.8.2. Futures Sözleşmelerin Muhasebeleştirilmesi

Örnek: Bursa'daki KMS inşaat firması 01.03.2015 tarihinde Aksaray'daki Mercedes Benz Fabrikasından 50.000 Euro tutarında kamyon almıştır. 01.06.2015'de teslim edilmek ve ödenmek üzere anlaşma yapmıştır. KMS inşaat firması döviz kurlarında meydana gelebilecek dalgalanmalardan korunmak ve olumsuz etkilenmemek için FSM Aracı Kurumu'ndan 01.05.2015 vadeli 1 Euro=2,95 TL'den 5 adet Euro Döviz Futures Sözleşmesi satın almıştır. Başlangıç teminatı 5.000 Euro olup, bu teminatının %80 altına düşülmemesi istenmektedir. Kurlar aşağıdaki gibidir.

1 Mart 2015 1 Euro=2,75 TL

1 Mayıs 2015

a) 1 €=3,10 TL(Döviz kuru'nun yükselmesi durumu)

b) 1 €=2,60 TL(Döviz kuru'nun düşmesi durumu)

Future sözleşmesinin Nazım Hesaplara kaydı;

50.000 €x 2,95 TL/€= 147.500 TL

01.03.2015	Borç	Alacak
910 FUTURES SÖZLEŞMESİNDEN BORÇLULAR	147.500	
911 FUTURES SÖZLEŞMESİNDEN ACAKLILAR <i>(Futures sözleşmesinin Nazım Hesaplara kaydı)</i> <i>50.000 Euro x 2,95 TL/Euro = 147.500 TL</i>		147.500

Future sözleşmesi ile ilgili başlangıç teminatı kaydı;

$5.000 \text{ €} \times 2,75 \text{ TL/€} = 13.750 \text{ TL}$

01.03.2015	Borç	Alacak
11X TÜREV FİNANSAL VARLIKLAR	13.750	
102 BANKALAR HS. <i>(Future sözleşmesi ile ilgili başlangıç teminatı kaydı)</i>		13.750

a) Kur'da artış durumu

(Future sözleşmesi ile ilgili kur değişimi kaynaklı değerlendirme kaydı)

$5.000 \text{ €} \times (3,10 \text{ TL/€} - 2,75 \text{ TL/€}) = 1.750 \text{ TL}$

01.05.2015	Borç	Alacak
11X TÜREV FİNANSAL VARLIKLAR	1.750	
55X TÜREV FİNANSAL ARAÇLAR GERÇEĞE UYGUN DEĞER FARKLARI <i>(Future sözleşmesi ile ilgili kur değişimi kaynaklı değerlendirme kaydı)</i>		1.750

Maddi Duran Varlık kaydı;

50.000 € x 3,10 TL/€ = 155.000 TL

01.06.2015	Borç	Alacak
253 MADDİ DURAN VARLIKLAR	155,000	
102 BANKALAR HS.		139,500
11X TÜREV FİNANSAL VARLIKLAR		15,500
<i>(MDV kaydı)</i>		
<i>50.000 Euro x 3,10 TL/Euro = 155.000 TL</i>		

Futures sözleşmesi ile ilgili kazancın kaydı;

01.06.2015	Borç	Alacak
55X TÜREV FİN. ARAÇ. GER. UYG. DEĞ. FARKLARI	1.750	
64X TÜREV FİNANSAL ARAÇ KARLARI		1.750
<i>(Future sözleşmesi ile ilgili kazancın kaydı)</i>		

Futures sözleşmesinin Nazım Hesaplarda kapatılması kaydı;

01.06.2015	Borç	Alacak
911 FUTURES SÖZLEŞMESİNDEN ALCAKLILAR	147.500	
910 FUTURES SÖZLEŞMESİNDEN BORÇLULAR		147.500
<i>(Future sözleşmesinin Nazım Hesaplarda kapatılması kaydı)</i>		

b) Kur'da azalış durumu

Futures sözleşmesi ile ilgili kur değişimi kaynaklı değerleme kaydı;

5.000 €x (2,60 TL/€- 2,75 TL/€) = -750 TL

01.05.2015	Borç	Alacak
55X TÜREV FİN. ARAÇ. GER. UYG. DEĞ. FARKLARI	750	
11X TÜREV FİNANSAL VARLIKLAR		750

Maddi Duran Varlık kaydı;

50.000 €x 2,60 TL/€= 130.000 TL

01.05.2015	Borç	Alacak
253 MADDİ DURAN VARLIKLAR	130.000	
11X TÜREV FİNANSAL VARLIKLAR	13.000	
102 BANKALAR HS.		143.000
(MDV kaydı)		
50.000 Euro x 2,60 TL/Euro= 130.000 TL		

Futures sözleşmesi ile ilgili zararın kaydı;

01.05.2015	Borç	Alacak
65X TÜREV FİNANSAL ARAÇ ZARARLARI	750	
55X TÜREV Fİ. ARAÇ. GER. UYGUN. DEĞ. FARKLARI		750

Futures sözleşmesinin Nazım Hesaplarda kapatılması kaydı;

01.06.2015	Borç	Alacak
910 FUTURES SÖZLEŞMESİNDEN BORÇLULAR	147.500	
911 FUTURES SÖZLEŞMESİNDEN ALACAKLILAR		147.500
<i>(Future sözleşmesinin Nazım Hesaplarda kapatılması kaydı)</i>		

4.8.3. Opsiyon Sözleşmelerinin Muhasebeleştirilmesi

Örnek: 01.04.2015 tarihinde Bursa'da bulunan KLM Tekstil firması 01.06.2015 tarihinde ödenmek ve teslim alınmak şartıyla 100.000 \$ tutarındaki dokuma tezgâhı için DKT Endüstri Makine ile anlaşmıştır. KLM şirketi kur değişimlerinden etkilenmemek için 01.04.2015 tarihinde TMS Bank ile 1 \$=2,85 \$ kuru üzerinden 01.06.2015 tarihli Döviz Alım Opsiyon sözleşmesi yapmıştır. Opsiyon primi her 1 \$ için 0,025 \$/TL olarak belirlenmiştir. Kurlar aşağıda belirtildiği gibidir.

1 Nisan 2015 1\$=2,80 TL

1 Haziran 2015

a) 1\$=2,90 TL (Kur'da artış olması durumu)

b) 1\$=2,70 TL (Kur'da azalış olması durumu)

Opsiyon sözleşmesinin Nazım Hesaplara kaydı;

100.000 \$ x 2,85 TL/\$ = 285.000 TL

01.04.2015	Borç	Alacak
920 OPSİYON SÖZLEŞMESİNDEN BORÇLULAR	285.000	
921 OPSİYON SÖZLEŞMESİNDEN ALACAKLILAR		285.000
<i>(Opsiyon sözleşmesinin Nazım Hesaplara kaydı)</i>		

01.04.2015	Borç	Alacak
11X TÜREV FİNANSAL VARLIKLAR	2.500	
102 BANKALAR HS.		2.500
<i>(Opsiyon sözleşmesi ile ilgili prim kaydı)</i>		

a) Maddi Duran Varlık kaydı;

$$100.000 \$ \times 2,90 \text{ TL}/\$ = 290.000 \text{ TL}$$

$$100.000 \$ \times 2,85 \text{ TL}/\$ = 285.000 \text{ TL}$$

01.06.2015	Borç	Alacak
253 MADDİ DURAN VARLIKLAR	290.000	
102 BANKALAR HS.		285.000
11X TÜREV FİNANSAL VARLIKLAR		2.500
55X TÜREV FİNANSAL ARAÇLAR GERÇEĞE		2.500
UYGUN DEĞER Farkları		
<i>(MDV kaydı)</i>		
<i>100.000 \$x2,90 TL/\$ = 290.000 TL</i>		
<i>100.000 \$x2,85 TL/\$ = 285.000 TL</i>		

Opsiyon sözleşmesi ile ilgili kazancın kaydı;

01.06.2015	Borç	Alacak
55X TÜREV FİN. ARAÇ. GER. UYG. DEĞ. FARKLARI	2.500	
64X TÜREV FİNANSAL ARAÇ KARLARI		2.500
<i>(Opsiyon sözleşmesi ile ilgili kazancın kaydı)</i>		

Opsiyon Sözleşmesinin Nazım Hesaplarda kapatılması kaydı;

01.06.2015	Borç	Alacak
921 OPSİYON SÖZLEŞMESİNDEN ALACAKLILAR	285.000	
920 OPSİYON SÖZLEŞMESİNDEN BORÇLULAR		285.000
<i>(Opsiyon sözleşmesinin Nazım Hesaplarda kapatılması kaydı)</i>		

b) Maddi Duran Varlık kaydı;

100.000 \$ x 2,70 TL/\$ = 270.000 TL

100.000 \$ x 2,85 TL/\$ = 285.000 TL

01.06.2015	Borç	Alacak
253 MADDİ DURAN VARLIKLAR	270.000	
55X TÜREV FİNANSAL ARAÇLAR GERÇEĞE UYGUN DEĞER FARKLARI	17.500	
102 BANKALAR HS.		285.000
11X TÜREV FİNANSAL VARLIKLAR		2.500
<i>(MDV kaydı)</i>		
<i>100.000 \$x2,70 TL/\$ = 270.000 TL</i>		
<i>100.000 \$x2,85 TL/\$ = 285.000 TL</i>		

Opsiyon sözleşmesi ile ilgili zararın kaydı;

01.06.2015	Borç	Alacak
64X TÜREV FİNANSAL ARAÇ KARLARI	17.500	
55X TÜREV FİN. ARAÇ. GER. UYG. DEĞ. FARKLARI		17.500
<i>(Opsiyon sözleşmesi ile ilgili zararın kaydı)</i>		

Opsiyon Sözleşmesinin Nazım Hesaplarda kapatılması kaydı;

01.06.2015	Borç	Alacak
920 OPSİYON SÖZLEŞMESİNDEN BORÇLULAR	285.000	
921 OPSİYON SÖZLEŞMESİNDEN ALACAKLILAR		285.000
<i>(Opsiyon sözleşmesinin Nazım Hesaplarda kapatılması kaydı)</i>		

4.8.4. Swap Sözleşmelerinin Muhasebeleştirilmesi

Örnek: AB ülkelerinden makine/teçhizat ithal edecek olan DMF Makine A.Ş. özel bir banka hesabındaki 200.000 \$'ı TYZ İnşaat A.Ş. şirketine karşılığında 150.000 Euro almak üzere vermiştir. 01.02.2015 tarihinde yapılan değişim sırasında Euro için %5, \$ için ise % 3 faiz oranı belirlenmiştir. Anaparaların geri tesliminin 01.05.2015'de yapılması konusunda mutabık kalınmıştır. Kurlar aşağıdaki şekilde gerçekleşmiştir.

1 Şubat 2015 1 Euro=3,00 TL

1 Şubat 2015 1 \$=2,00 TL

1 Mayıs 2015 1 Euro=3,20 TL

1 Mayıs 2015 1 \$=2,10 TL

01.02.2015	Borç	Alacak
930 SWAP SÖZLEŞMESİNDEN BORÇLULAR	450.000	
931 SWAP SÖZLEŞMESİNDEN ALACAKLILAR		450.000
<i>(DMF Makine A.Ş. - Swap sözleşmesinin Nazım Hesaplara kaydı)</i>		
<i>150.000 Euro x3,00 TL/Euro = 450.000 TL</i>		

01.02.2015	Borç	Alacak
100 KASA 102 BANKALAR HS. <i>(DMF Makine A.Ş. anapara takası kaydı)</i> <i>200.000 \$x2,00 TL/\$ = 180.000 TL</i>	400.000	400.000

01.05.2015	Borç	Alacak
660 KISA VADELİ BORÇLANMA GİDERİ 102 BANKALAR HS. <i>(DMF Makine A.Ş. Euro faiz gideri kaydı)</i> <i>150.000 Euro x 3,20 TL/Euro x %3x3 ay / 12 ay = 3,600 TL</i>	3.600	3.600

01.05.2015	Borç	Alacak
102 BANKALAR HS. 669 DİĞER ÇEŞİTLİ FİNANSMAN GELİRLERİ <i>(DMF Makine A.Ş. Dolar faiz geliri kaydı)</i> <i>100.000 \$x2,10 TL/\$ x %5 x3 ay /12 ay = 2.625 TL</i>	2.625	2.625

01.05.2015	Borç	Alacak
931 SWAP SÖZLEŞMESİNDEN ALACAKLILAR	450.000	
930 SWAP SÖZLEŞMESİNDEN BORÇLULAR		450.000
<i>(DMF Makine A.Ş. Swap sözleşmesinin Nazım Hesaplarda kapatılması kaydı)</i>		
<i>100.000 \$x2,10 TL/\$ x %5 x3 ay /12 ay = 2.625 TL</i>		



SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Dünya ekonomisi ve finansal sistemdeki gelişmeler ışığında, ülkeler arasında ticaretin liberalleşmesi ve finans piyasalarının etkileşimi ile küreselleşen finans sistemi uluslararası boyuta ulaşmıştır. Sermayenin serbestçe dolaşması ile birlikte uluslararası boyuta ulaşan finansal işlemler, yatırımcılar için yeni finansal risklerin yanında birçok avantajı da beraberinde getirmiştir.

1972 yılında Bretton Woods sisteminin (Altın Para Standartı) çöküşüyle birlikte kullanılan sabit kur sistemi yerini dalgalı kur sistemine bırakmıştır. Bu değişim sonucunda ülke para birimleri diğer ülke para birimlerine oranla dalgalanmalar göstermeye başlamıştır. Bretton Woods sisteminin sona ermesiyle birlikte döviz kurları ve faiz oranlarında meydana gelen dalgalanmalar ve finansal piyasalarda ortaya çıkan belirsizlik ile birlikte yatırımcılar finansal piyasalarda kendilerinden kaynaklı olmayan finansal risklerle karşı karşıya kalmışlardır. Yatırımcılar piyasalarda oluşan fiyat dalgalanmalarından kaynaklı oluşan riskler ve belirsizliklerden korunmak amacıyla hem de arbitraj ve spekülasyon amacıyla türev piyasalarda işlem yapmaya başlamışlardır. Finansal piyasalarda meydana gelen belirsizlik ve dalgalanmalar, finans sisteminin parçası olan yatırımcılar için riski yönetme amaçlı yeni finansal ürünler ortaya çıkarmıştır. Türev ürünlerin kullanım amaçlarının başında günümüzde özellikle tarımsal faaliyet gösteren işletmeler ya da yatırımcılar gelmektedir. Türev ürünler ile yatırımcılar hava şartlarından dolayı oluşabilecek risklere karşı korunmuş olur. Finansal piyasa katılımcıları, oluşan risklere ve belirsizliklere karşı türev finansal ürünleri kullanmaya başlaması, hem de spekülasyonun türev piyasaları kaldıraç etkisinden dolayı fırsat olarak değerlendirmesi türev piyasaların işlem hacmini yüksek düzeylere çıkarmıştır. Ayrıca küreselleşmenin etkisi ile finansal sistemde meydana gelen değişiklikler, teknolojik gelişmeler ve uluslararası ticaretin serbestleşmesi ile birlikte türev piyasaların önemi artmıştır.

Tarihte türev ürünler üzerine yapılmış ilk sözleşme tarım ürünleri ile ilgilidir. Forward sözleşmeler, kişilerin birbirleriyle karşılıklı anlaşmaya vararak ileriki bir tarihte gerçekleşecek olan, herhengi bir malın vadesi, fiyatı ve miktarı bugünden belirlenerek tezgâhüstü piyasa alımını ve satımını öngören sözleşmelerdir. Vadeli işlemler, her türlü mal ve piyasa için söz konusu olabilir.

Futures kontrat, forward kontrata benzer biçimde gelecekte belirli bir tarihte, belirli bir fiyattan bir varlığı almak ya da satmak üzere organize borsalarda belirli standartlara uygun olarak yapılan işlemlerdir.

Gelecekte oluşabilecek riski yönetmek için kullanılan bir diğer türev finansal enstrüman opsiyondur. Opsiyonlar, geleceğe yönelik fiyat keşfi amacıyla kullanılan belli bir prim karşılığında bir döviz, borsa endeksini veya herhangi bir finansal varlığı, alma ya da satma hakkı veren sözleşmelerdir. Döviz opsiyon sözleşmeleri günlük hayatımızda somut olarak kasko işlemine benzemektedir. Gelecekte oluşabilecek risklere karşı bir teminat yani opsiyon primi ödeyerek riski yönetmek amaçlı işlem yapılmış olmaktadır.

Swap sözleşmeleri bir diğer adıyla takas sözleşmeleri taraflar arasında, önceden belirlenen bir sistem içinde, belirli bir finansal varlıktan kaynaklanan ödeme yükümlülüklerini değiştirilmesi konusunda yapılan özel bir anlaşmadır.

Dünya’da türev piyasaların gelişimini incelediğimizde en önemli nedenlerinden biri gelecek ile ilgili yaşanan belirsizlikler ve finansal sistemlerin yetersiz kalması sonucu yaşanan değişimler türev piyasaların gelişimini hızlandırmıştır. Bununla birlikte türev piyasaların temel özelliği olan riski yönetmek ve riski tranfer etmek için kullanılması da gelişimine etki etmiştir. Ancak türev ürünler spekülasyon amaçlı işlemlerde kullanılması durumunda yatırımcıların, kaldıraç etkisi bulunan türev piyasalarda büyük kazanç veya kayıplarla karşılaşmalarına neden olmaktadır.

Türkiye’de 1980 yılına kadar ekonomide uygulanan devletçi politika ve dışa kapalı bir ekonomi uygulanmasından ötürü türev işlemler gelişmemiştir. Finansal sistem içerisinde türev piyasaların gelişmesi ve ihtiyaç duyulabilmesi için fiyat değişkenliği ve korunulması gereken bir fiyat riskinin oluşması gerekmektedir. Türev piyasaların temel mantığı piyasalarda oluşan fiyat değişikliği ve risklere karşı hedging amacıyla pozisyon almaktır. Türev piyasalar için en önemli koşullardan biri, dayanak varlığın spot piyasadaki fiyatının serbest bir biçimde ve piyasa tarafından belirlenmesidir. 1980 öncesinde Türkiye’de tarımsal ürün fiyatları neredeyse tamamen devlet tarafından ve tek taraflı olarak belirlenmekteydi. Faiz oranları ve döviz kuru da yine devlet tarafından belirlenmekteydi. 1980’li yıllardan sonra ekonomide meydana gelen finansal liberaleşme ve dışa açık bir ekonomiye geçilmesi ile birlikte türev piyasalarda kısırdanmalar yaşanmıştır.

Dünya’da meydana gelen gelişmeler ve Türk ekonomisinde meydana gelen yapısal değişimler sonucu türev ürünlerin kullanımına yönelik yasal çalışmalar yapılmıştır. Türkiye’de türev ürünler üzerine ilk sözleşme 1984 yılında vadeli döviz alım satımı forward üzerine yapılmıştır. Türkiye’de ilk organize türev piyasa 1997’de kurulmuştur. Ancak Türkiye’nin pratikte işleyen bir piyasa olarak ilk organize türev piyasaya, VOB’un kurulmasıyla birlikte 2005 yılında kavuştuğu söylenebilir. Türkiye’de VOB’un kurulmasındaki amaç buğday ve pamuk fiyatlarındaki güvenilir şeffaf fiyat oluşumunu sağlamaktır. Ancak ülkemizde yeterince ilgi görmediği BİST ile birleşmesinden sonra artan hacminden görmekteyiz. Bunun nedeni piyasa yapıcılık modelinin uygulanmasıdır. Piyasa yapıcılığı borsada etkin ve güvenilir fiyat oluşumunu sağlamaktadır. VİOP, yeni bir işlem platformu olan Borsa İstanbul bünyesinde faaliyetlerine başladıktan sonra artan ürün çeşitliliği ile birlikte yatırımcıya yeni türev ürünler sunarak etkin risk yönetimi oluşturmasını sağlamaktadır.

Opsiyon sözleşmeleri, Avrupa ve Amerika’da uzun yıllardan beri işleme konu olurken Türkiye’de 80’li yılların sonlarında ağırlıklı olarak bankalar bazında yapılan bu işlemlere zamanla ilgi arttığı görülmektedir. 1980’den sonra ülkemizde meydana gelen değişimler ile birlikte küreselleşme ve liberaleşme sonucu yabancı yatırımcılar Türkiye’ye gelmiştir. Türkiye’de opsiyon sözleşmelerinin organize borsada ilk defa işleme açıldığı tarih 21 Aralık 2012 olup, pay opsiyon sözleşmeleriyle başlamıştır. Bu tarihten itibaren opsiyon sözleşmeleri kur riskine karşı koruma sağlamak amacıyla yatırımcılar tarafından kullanıldığı ve her geçen yıl hacminin arttığı gözlenmektedir.

Tarihsel süreç içerisinde Türkiye, İstanbul Altın Borsası bünyesinde açılan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası (1997), İMKB bünyesinde açılan Vadeli İşlemler Piyasası (2001), VOB (2005) ve son olarak Borsa İstanbul altında faaliyet gösteren VİOP (2013) olmak üzere dört farklı organize türev piyasaya sahip olmuştur. Özellikle 2005 yılında kurulan VOB, yeni bir borsa olmasına rağmen hızla gelişim göstermiştir. Kuruluşuyla birlikte yatırımcılar tarafından artan ilgiyle karşılanan borsanın, 2005-2007 yılları arasında 40 katına çıkan işlem hacmi 2008 yılından itibaren yavaşlamaya başlamıştır. 2010 yılında %29 artan işlem hacmi 432 milyar TL’ye çıkmıştır. VİOP’un işleme açılmasıyla birlikte artan ürün çeşitliliği sonucu hacmi artarak devam etmiştir.

2008 yılında meydana gelen finansal kriz sonrası türev piyasalar için önemli değişiklik kararları alınmıştır. Bu kararlar türev piyasaların çalışma mekanizmasının yeniden düzenlemesine neden olmuştur. Tezgâhüstü piyasada işlem gören türev finansal araçlar konusunda piyasanın şeffaf ve denetlenebilir olması yönünde önemli revizyon işlemine gidilmiştir. Merkezi takas mekanizması ve raporlama zorunlulukları getirilerek yapılan işlemler güvence altına alınmıştır. Merkezi karşı taraf hizmeti yapılarak yatırımcıların yaptıkları işlemler güvence altına alınmıştır. Bu kapsamda Türkiye’de tezgâhüstü işlemlerde ve organize piyasalarda uygulanacak Takasbank tarafından verilen merkezi karşı taraf hizmetinin yasal çerçevesi, G-20’nin Pittsburgh Liderler Zirvesi, İstanbul Uluslararası Finans Merkezi Stratejisi ve Eylem Planı, 6362 No’lu Sermaye Piyasası Kanunu’na dayanmaktadır. Gelişen küresel piyasa içerisinde, Türkiye’nin de yasa ve mevzuatların en kısa zamanda reforma ihtiyacı olduğu görülmektedir.

Türev piyasalar, SPK, VUK VE TMS çerçevesinde mevzuat yönünden incelenerek türev finansal araçların Türkiye finansal piyasalarındaki yeri belirtilmiştir.

Sermaye piyasası kanunu (SPK) çerçevesinde türev finansal araçların tanımı açıklanmıştır. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda menkul kıymetin tanımı verilmemiştir. Buna göre, türev finansal araçlar diğer sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmaktadır. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda ise menkul kıymet tanımı yerine sermaye piyasası araçları tanımı yapılarak önemli bir değişikliğe gidilmiştir.

6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu’na göre 3/ş maddesinde sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmıştır. 2499 sayılı kanuna göre tanım genişletilerek türev menkul kıymetlerden sonra sermaye piyasası araçlarının bir kolu olarak tanımlanmıştır.

Vergi Usul Kanunu uyarınca türev finansal araçların değerleme esasları incelenmiştir. Buna göre türev finansal araçlar iktisadi kıymet niteliğinde olmakla birlikte bu ürünlerin değerlemesi konusunda VUK 289’uncu madde dikkate alınarak değerlenmelidir.

Türev finansal araçlardan elde edilen gelirlerin vergilendirilmesine yönelik olarak yönelik çalışmalar 01.01.2006 tarihinde yürürlüğe giren ve 31.12.2015 tarihine kadar yürürlükte olacak olan Gelir Vergisi Kanununa 5281 sayılı Kanunun 30’uncu maddesiyle eklenen Geçici 67’nci maddede düzenlenmiştir.

Türev finansal araçlar Katma Değer Vergisi açısından ele alındığında, türev sözleşmeler teslimle sonuçlanıyorsa KDV söz konusu olmaktadır. Ancak teslimlerin büyük çoğunluğu da istisnalardan yararlanmaktadır.

Türev finansal araçlar Damga Vergisi açısından değerlendirildiğinde, birer sözleşme olmaları nedeniyle Damga Vergisine tabi oldukları, ancak gerek damga vergisi kanununun gerekse de Sermaye Piyasası Kanununun getirdiği istisnalardan yararlandığı tespit edilmiştir.

Türev finansal araçların GVK'ye eklenen Geçici 67'nci madde ile türev ürünler "diğer sermaye aracı" olarak tanımlanmıştır. 6802 sayılı Kanununun 28'inci maddesi uyarınca banka, banker ve sigortacı tarafından düzenlenen vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin düzenlenmesi ve alım satımı nedeniyle lehe alınan paralar BSMV'ye tabidir. Aynı Kanununun 29'uncu maddesinin (P) bendinde "Arbitraj muameleleri ile Türkiye'de kurulu borsalarda gerçekleştirilen vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine ilişkin muameleler ve bu muameleler sonucu lehe alınan paralar" BSMV'den istisna olacaktır.

Türev finansal araçların yatırımcılar tarafından yaygın olarak kullanılmaya başlaması, Türkiye'de yeni bir piyasa olmasından dolayı vergi uygulamalarında bir takım karışıklıklara neden olmuştur. Öncelikle türev finansal araçların hukuki boyutu netleştirilerek vergilendirilme işlemleri de yeniden düzenlenmelidir.

Türkiye'de 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun yürürlüğe girmesiyle birlikte, belli hadleri aşan şirketlerin Türkiye Muhasebe Standartları'nı uygulaması yasal zorunluluk haline almıştır. Finansal araçların değerlendirilmesi ve muhasebeleştirilmesine ilişkin; Kamu Gözetimi Kurulu tarafından TMS 32, TMS 39 ile TFRS 7 ve TFRS 9 no'lu standartlar yayınlanmıştır. Tekdüzen Hesap Planı, Türkiye Muhasebe Standartları'nın türev ürünler ile ilgili getirdiği düzenlemelerin uygulanması açısından yeterli gözükmemektedir. Bu çalışmada Türev Finansal Ürünlere ilişkin tanımlar, muhasebenin konuya ilişkin tanımları, muhasebe kayıtları, Tekdüzen Muhasebe Sisteminin işleyiş mantığı ve TMS-TFRS kapsamında, örnekleriyle açıklanmaya çalışılmıştır.

Türev piyasalar ile ilgili çalışma yapmak isteyen araştırmacılara, türev piyasaların mevzuat ve uygulamalardan kaynaklanan sorunların tespiti, türev piyasaların etkinliği türev piyasa yatırımcılarının yatırım tercihlerini etkileyen faktörlerin analizi gibi konular üzerine çalışmalar yapmaları önerilebilir.



KAYNAKÇA

AKSOY, Ahmet ve Cihan Tanrıöven; (2014), *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*, Detay Yayıncılık, Ankara.

APAK, Sudi (1995), *Uluslararası Finansal Teknikler*, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.

APAK, Sudi, ve Metin Uyar; (2011), *Türev Ürünler Ve Finansal Teknikler*, Beta Yayınları, İstanbul.

AŞIKOĞLU, Rıza ve Cantürk Kayahan; (2008), Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye'nin Türev Piyasa Görünümü, *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt: 10, Sayı: 2, s.157-179.

BABUŞÇU, Ş. , A. Hazar, S. Yenice, ve M. Ceylan; (2011), *SPK Temel Düzey Lisanslama Sınavlarına Hazırlık*, Bankacılık Akademisi Yayınları, Ankara.

BAŞOĞLU, U. , A. Ceylan, ve İ. Parasız; (2009), *Finans*, Ekin Basın Yayın Dağıtım, Bursa.

BEKAERT, Geert ve Robert Hodrick; (2004), *International Financial Management*. Pearson Education, USA

BEKGÖZ, Sezai (2015), *Merkezi Karşı Taraf Hizmetleri*, TAKASBANK, İstanbul.

BİST, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) İşleyiş Esasları Genelgesi Genelge No: 433. İstanbul, 19 Temmuz 2013.

BİST, (2015), VİOP *Borsa İstanbul*, 2015. <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi>, 20.03.2016

BİST, (2014), *VİOP Tanıtım Kitapçığı*, İstanbul.

BİST, (2013), *VİOP Vergi Rehberi*. İstanbul.

BOLAK, Mehmet (1998), *Finans Mühendisliği Kavramlar ve Araçlar*, Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul.

BOLAK, Mehmet (2004), *Risk ve Yönetimi*, Birsen Yayınevi, İstanbul.

BOLGÜN, Evren ve Barış Akçay; (2009), *Risk Yönetimi*, Scala Yayıncılık, İstanbul.

BREALEY, R. A. , S. C. Myers, ve A. J. Marcus; (2007), *İşletme Finansının Temelleri*, Çev. , Ünal Bozkurt, Türkân Arıkan ve Hatice Doğukanlı. Litaratür Yayınları, İstanbul.

BÜKER, S. , R. Aşikoğlu, ve G. Sevil (2009), *Finansal Yönetim*, Ankara.

CANBAŞ, Serpil, ve Hatice Doğukanlı; (2001), *Finansal Pazarlar Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri*, Beta Basın Yayın Dağıtım, İstanbul.

ÇELİK, Volkan (2015), “Menkul Kıymetlerin Değerlenmesi ve Türev Ürünlerin Özel Durumu“, *Vergi Sorunları Dergisi*, Nisan 2015.

CEYLAN, Ali, ve Turhan Korkmaz; (2014), *Finansal Teknikler*, Ekin Yayınevi, Bursa.

CEYLAN, Ali, ve Turhan Korkmaz; (2010), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Yayın Dağıtım, Bursa.

CHAMBERS, Nurgül (1998), *Türev Piyasalar*, Avcıol Basım Yayın, İstanbul.

ÇİÇEK, İsmail; (2012), *Vadeli İşlem Piyasasında Fiyat Keşfi Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasında Ampirik Bir Uygulama*, Elma Basım Yayınları Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul.

ÇİFTÇİ, Fatih, ve Rıfat Yıldız; (2012), Dış Ticarete Kur Riski Yönetimi: Temsili Bir Türk Dış Ticaret Firması İçin Uygulama Örnekleri, *16. Finans Sempozyumu*, Erzurum Atatürk Üniversitesi, s.94-112, Erzurum.

ÇİPİL, Mahir (2008), *Risk Yönetimi ve Sigorta*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.

CİVAN, Mehmet (2010), *Sermaye Piyasası Analizleri ve Portföy Yönetimi*, Ekin Yayınevi, Bursa.

ÇINA BAL Emine; (2013), Türkiye Finansal Raporlama Standardı - 9 “Finansal Araçlar” Standardına Göre Finansal Araçların Sınıflandırılması ve Uygulama Örnekleri, *İşletme Araştırmaları Dergisi*, Cilt: 5, Sayı: 3.

DİKMEN, Aytaç (2008), *Türkiye’de Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişimi Hisse Senedi Endeks Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Gelişimi ve Spot Piyasa ile Etkileşimi*, SPK Piyasa Gözetim ve Düzenleme Dairesi, Ankara.

DIZMAN, Şakir; (2014), Türev Finansal Ürünlerin; Türkiye Muhasebe Standartları (TMS), Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) ve Yeni Hesap Planı Taslağı Kapsamında Muhasebeleştirilmesi, *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 7, Sayı 1, s.17-30.

DOĞAN, Uğur; (2015), Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi ve BSMV Boyutu, *Vergi Sorunları Dergisi*, Sayı 316 s.21-31.

DOĞUKANLI, Hatice (2012), *Uluslararası Finans*, Karahan Yayınları, Adana.

DÖNMEZ, Ç. A. , Y. Başaran, G. Doğru, M. K. Yılmaz, S. Uğur, Y. Kartallı, G. Ugan; (2002), *Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş*, İMKB Yayınları, İstanbul.

ERDEM, Ekrem (2012), *Para Banka ve Finansal Sistem*, Detay Yayıncılık, Ankara.

ERGİNCAN, Yakup, ve Ümit Yayla; (2013), 2008 Finansal Krizi Sonrasında AB ve ABD’de Önemli Düzenlemeler ve Yeni Türk Sermaye Piyasası, *Muhasebe Finansman Dergisi*, Ekim, s. 51-72.

EROL, Ümit (1999), *Vadeli İşlem Piyasaları Teori ve Pratik*, İMKB Yayınları, İstanbul.

ERSOY, Ersan (2011), Türkiye’de ve Dünyada Organize Türev Piyasaların Gelişimi, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Temmuz, s. 63-80.

Gelir İdaresi Başkanlığı (2016), *G.V.K. Geçici 67'nci Madde Uygulaması ile İlgili Olarak Gerçek Kişilere Yönelik Vergi Rehberi*, http://www.gib.gov.tr/sites/default/files/fileadmin/beyannamerehberi/2016_gecici67.pdf 20.03.2016

GİB (Gelir İdaresi Başkanlığı); (2012), 282 Seri No'lu Gelir Vergisi Genel Tebliğı, <http://www.gib.gov.tr/node/88077>, 12.02.2016.

GİB (Gelir İdaresi Başkanlığı); (1984), 3065 Katma Değer Vergisi Kanunu <http://www.gib.gov.tr/gibmevzuat>, 25.02.2015.

GİB (Gelir İdaresi Başkanlığı); (2012), 5 Seri No'lu Kurumlar Vergisi Genel Tebliğı, <http://www.gib.gov.tr/node/88128>, 02.02.2015.

GİB (Gelir İdaresi Başkanlığı); (2012), 89 Seri No'lu Gider Vergileri Genel Tebliğı.» *Gelir İdaresi Başkanlığı*, <http://www.gib.gov.tr/node/87862>, 02.02.2015

GİDDY, Ian (1994), *International Financial Markets*, D.C.Heath and Company, Toronto.

GÜNAL, Mehmet (2012), *Para Banka ve Finansal Sistem*, Berikan Yayınevi, Ankara.

HULL, John C. (2012), *Option, Futures And Other Derivatives*, Eight Edition, Pearson Prentice Hall, USA.

İMKB (2003), *İMKB Faaliyet Raporu*, İMKB Yayınları, İstanbul.

İstanbul Ticaret Odası (2006), *Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsaları*, İTO Yayınları, İstanbul.

BİST (Borsa İstanbul); (2014), *VIOP Tanıtım Kitapçığı*, http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/VIOP_Tanitim_Kitapcigi_Vadeli_Islem_Sozlesmeleri.pdf, 20.02.2016.

KARABIYIK, Lale, ve Adem Anbar; (2010), *Sermaye Piyasası Ve Yatırım Analizi*, Ekin Basın Yayın Dağıtım, Bursa.

KARAGÜL, Mehmet (2011), *Uluslararası İktisadi Örgütler ve Az Gelişmiş Ülkeler*, Nobel Yayınları, Ankara.

KARAN, Mehmet Baha (2011), *Yatırım Analizi Ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara.

KARAPINAR, A. , F. Zaif, Y. Ayanoglu, R. Bayırlı, A. Altay, E. Çına Bal, H. Bal, S. Torun; (2011), *Türev Araçlar SPK Lisanslama Sınavlarına Hazırlık*, Gazi Kitabevi, Ankara.

KARSLI, Muharrem (1994), *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, İrfan Yayıncılık, İstanbul.

KAYA, Ferudun, ve Faruk Akın (2015), *Finansal Yönetim*, Beta Yayınları, İstanbul.

KAYACAN, Murad ve Ahmet Çayıroğlu; (2011), *Vadeli Piyasalarda Teori ve Uygulama Işığında "50 Altın Kural"*, Literatür Yayınları, İstanbul.

KAYAHAN, Cantürk (2010), *Risk Felsefesi*, Ekin Yayınevi, Bursa.

KAYAHAN, Cantürk; (2006), Türev Piyasa Krizleri ve Barings Örneği, *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, Cilt: 8, Sayı: 2, s. 237-253.

KOLB, Robert (2003), *Futures, Options, and Swaps*. 4. Edition, Blackwell Publishing, ABD.

KURTOĞLU , Ramazan (2014), *Küresel Para Savaşları ve Davranış Ekonomisi Nörofinans*, Orion Kitabevi Ankara.

LEVİNSON, Marc (2007), *Finansal Piyasalar Klavuzu*, Liberte.

MADURA , Jeff. (2012), *Uluslararası Finansal Yönetim*, 10. Çev. , Hatice Doğukanlı, Nobel Yayıncılık, Ankara.

MELEMEN, Mehmet ve Burak Arzova; (2000), *Uluslararası Ticaret Alternatif Finansman Teknikleri ve Muhasebeleştirilmesi Ticari Yazışma Örnekleri*, Türkmen Kitabevi, İstanbul.

ORGAN, İbrahim ve Doğan Bozdoğan; (2012), Türkiye’de Opsiyon Sözleşmelerinin Kullanım Alanı, *Yeni Fikir*, Sayı: 9, Aralık, s. 50-63.

ORHAN, Osman, ve Seyfettin Erdoğan; (2008), *Para Politikası*, Yazıt Yayın Dağıtım, Ankara.

ÖZALP, Pınar; (2003), Türev Araç piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi İçindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları, *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.

ÖZKAN, Mehmet (2011), “Vadeli İşlemler Piyasası”, İzmir Ticaret Borsası Dokümanları, <http://danismend.com/kategori/altkategori/vadeli-islemler-piyasasi/> , 20.03.2016

ÖZTÜRK, Nazım (2011), *Para Banka Kredi*, Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa.

PAMUK, Şevket (2012), *Türkiye'nin 200 Yıllık İktisadi Tarihi*, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 2012 İstanbul.

PARASIZ, İlker (2009), *Finans Krizinin Güven Krizine Dönüşmesi Küresel Kriz*, Ezgi Kitabevi, Bursa.

SAGBAŞ, İsa (2008), *Vergi Teorisi*, Ece Matbaası, Ankara.

SALTOĞLU, Burak (2015), *Türev Araçlar, Piyasalar Ve Risk Yönetimi*, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, İstanbul.

SAYILGAN, Güven (2014), Güven Sayılğan Kişisel Web Sitesi, <http://www.guven-sayilgan.com/wp-content/uploads/2014/09/Kredi-Temerr%C3%BCt-Swaplar%C4%B1-ve-Kredi-Dereceleri.pdf>, 28.03. 2016.

ŞENYÜZ, D. M. Yüce ve A. Gerçek; (2015), *Türk Vergi Sistemi*, Ekin Yayınları, Bursa.

SEYİDOĞLU, Halil (1997), *Uluslararası Finans*, Güzem Yayınları, İstanbul.

SEYİDOĞLU, Halil (2007), *Uluslararası İktisat Teori ve Politika*, Güzem Can Yayınları, İstanbul.

SİPAHİ, Barış ve Serhat Yanık; (2015), *Kurumlarda ve Sermaye Piyasasında Vergilendirme*, SPL Yayınları, İstanbul.

SPK (2007), *Vadeli İşlem Opsiyon Sözleşmeleri*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara.

SPL (Sermaye Piyasası Lisanslama); (2014), Sermaye Piyasası Lisanslama Eğitim Kurumları Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları – Finansal Piyasalar, SPL Yayınları, <http://spl.com.tr/Upload/files/1006.pdf>, 22.02.2015.

SPL (Sermaye Piyasası Lisanslama); (2015), Sermaye Piyasası Lisanslama Eğitim Kurumları Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları - Sermaye Piyasası Araçları 2, *SPL Yayınları*, http://www.spl.com.tr/Upload/files/1004-SPA%202_12_2015_v3.pdf, 4.02.2015.

T.C Başbakanlık Mevzuat Bilgi Sistemi. 213 Sayılı Vergi Usul Kanunu, <http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.4.213.pdf>, 05.02.2016

Takasbank (2015), Risk ve Teminat Yönetimi Hizmeti, Takasbank Yayınları, İstanbul.

TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği); (2012), Opsiyon Piyasaları, *Sermaye Piyasalarında Gündem*, TSPB Yayınları, İstanbul.

TUNALI, Esmâ; (2009), Vadeli İşlemler Piyasaları ve Türkiye Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası VOB ile Londra Finansal Futures ve Opsiyon Borsası LIFFE'nin

Karşılaştırılması, *Yüksek Lisans Tezi*, T.C. Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

VIOP (2014), *VIOP Hakkında Sıkça Sorulan Sorular*, BİST Yayınları, İstanbul.

VOB (2008), *Türev Araçlar Lisanslama Rehberi*, VOB Yayınları, İzmir.

World Federation of Exchanges (2016), *World Federation of Exchanges*, <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/research/wfe-research#d22.04.2016>

YALAMA, Abdullah, ve Metin Coşkun; (2013), *Türev Araçlar*, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.

YALÇINER, Kürşat (2008), *Uluslararası Finansman*, Gazi Kitabevi, Ankara.

YANBOLU, Didem; (2011), Piyasalarda Türev Ürünler Vergilendirilmesi ve Muhasebeleştirilmesi, *Yüksek Lisans Tezi*, Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

YILMAZ, Mustafa Kemal (2002), *Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri*, Der Yayınları, İstanbul.

ÖZGEÇMİŞ

Aslen Erzurum Oltu'lu olan yazar, 1989 yılında Bursa'da doğdu. İlk ve orta öğrenimini Akıncıtürk İhsan Dikmen İlköğretim okulunda bitirdi. Lise öğrenimini Çelebi Mehmet lisesinde tamamladı. Lisans öğrenimini Afyon Kocatepe Üniversitesi Uluslararası Ticaret ve Finansman bölümünde bitirdi.

