

T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI

**DÖVİZ PİYASASI VE KUR RİSKİNDEN KORUNMA
YÖNTEMLERİ: TÜREV ENSTRÜMANLAR VE
TÜRKİYE'DE KULLANILABİLİRLİĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

NAZAN FİSTİKÇİ

GAZİANTEP
EYLÜL 2007

T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI

**DÖVİZ PİYASASI VE KUR RİSKİNDEN KORUNMA
YÖNTEMLERİ: TÜREV ENSTRÜMANLAR VE
TÜRKİYE'DE KULLANILABİLİRLİĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

NAZAN FİSTİKÇİ

Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. İbrahim ÖRNEK
İkinci Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Seyhan TAŞ

GAZİANTEP
EYLÜL 2007

T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI

**Döviz Piyasası ve Kur Riskinden Korunma Yöntemleri: Türev Enstrümanlar ve
Türkiye’de Kullanılabilirliği**

Nazan FİSTİKÇİ

Tez Savunma Tarihi:14.09.2007

Sosyal Bilimler Enstitüsü Onayı

Prof. Dr. Osman ERKMEN
SBE Müdürü

Bu tezin Yüksek Lisans tezi olarak gerekli şartları sağladığımı onaylarım.

Yrd. Doç. Dr. İbrahim ÖRNEK
Enstitü ABD Başkanı

Bu tez tarafımda okunmuş, kapsamı ve niteliği açısından bir Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Yrd. Doç. Dr. İbrahim ÖRNEK
Tez Danışmanı

Bu tez tarafımızca okunmuş, kapsam ve niteliği açısından bir Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyeleri:

İmzası

Yrd. Doç. Dr. İbrahim ÖRNEK

Yrd. Doç. Dr. Tuba DİREKÇİ (Jüri Başkanı)

Yrd. Doç. Dr. Mehmet AYTEKİN

Hayatım boyunca hep yanımda olan ve en çok destekleyen,

Canım BABAMA...

ÖZET

DÖVİZ PİYASASI VE KUR RİSKİNDEN KORUNMA YÖNTEMLERİ: TÜREV ENSTRÜMANLAR VE TÜRKİYE'DE KULLANILABİLİRLİĞİ

FİSTİKÇİ, Nazan

Yüksek Lisans Tezi, İktisat Ana Bilim Dalı

Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. İbrahim ÖRNEK

İkinci Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Seyhan TAŞ

Eylül 2007, 88 sayfa

Döviz kelimesi en dar anlamıyla yabancı ülke parası olarak kullanılmaktadır. Özellikle uluslararası ticari işlemlerde ayrı bir öneme sahip olan döviz, günümüzde iç piyasalarda da yaygın olarak kullanılmaktadır. Ancak, ülkelerin döviz kurlarını belirlemede kullandıkları sistemlerin birbirinden farklı olması, özellikle serbest döviz kuru sisteminin uygulandığı ülkelerde döviz kurunun tahminini zorlaştırmaktadır. Bu da dövizle yapılan ticari işlemlerin riskli bir hal almasına neden olmaktadır. Ülkemizde faaliyet gösteren ve dövizle işlem yapan firmalar için de aynı risk söz konusudur. Ancak bu risk, azaltılması imkansız bir risk değildir.

Döviz kurlarındaki değişikliklerin sebep olduğu bu tür riskleri ortadan kaldırmak, gelecekteki döviz kurlarını ve buna bağlı olarak da ortaya çıkabilecek riskleri tahmin etmeye bağlıdır. Bu noktada döviz kuru riski yönetim teknikleri firmalar açısından büyük önem arz etmektedir.

Döviz kuru riskinin minimizasyonu sağlayan türev araçlar; forward, futures, swap ve opsiyon işlemleri araştırmanın konusunu oluşturmaktadır. Türev işlemler, piyasa katılımcılarına riski devretmeleri için imkan sağlamaktadır. Vadeli piyasa ortamını kullananlar piyasada bulunan spekülörlere riski devrederler. Çalışmada, türev enstrümanlarla riskin eliminizasyonu ve Türkiye'de uygulanabilirliği ele alınmıştır.

Anahtar kelimeler: Türev Piyasalar, Döviz, Döviz kuru sistemleri, Forward, Future, Swap, Opsiyon, VOBAŞ

ABSTRACT

FOREING EXCHANGE MARKET AND THE METHODS OF HEDGING OF THE RATE OF EXCHANGE RISKS: DERIVATIVE INSTRUMENTS AND THE USE ABILITY IN TURKEY

FISTIKÇI, Nazan

M.A. Thesis, Department of Economics

Supervisor: Assist. Prof. Dr. İbrahim ÖRNEK

Second Supervisor: Assist. Prof. Dr. Seyhan TAŞ

September 2007, 88 pages

The word of foreign Exchange is being used as the Money of foreign country as narrowest meaning. Especially, the foreign exchange that has a different importance in international commercial business uses widespread in international markets nowadays. However, the systems determine the rate of Exchange within countries especially make difficulties on estimate of rate of Exchange in use of free rate of foreign currency country. So that brings the risks on trade with foreign exchange. The same risks are in question with the firms that trade with foreign Exchange in our country. But this risk is not imposible to eliminate.

To abolish of these risks that cause the change of foreign Exchange belongs to estimate risk of the future rate of Exchange techniques are important.

The derivatives that minimize the rate of Exchange risks; forward, futures, swap and options are the subject of the investigation. Derivative operations give on opportunity to participant to transfer of risk.

Key words: Derivatives markets, Foreign Exchange, The systems of rate of foreign Exchange, Forward, Futures, Swap, Options, VOBAS.

ÖN SÖZ

Türkiye, dünya üzerinde gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan bir ülke konumundadır. Gerek coğrafi konumu, gerek siyasal yapısı, gerekse kültürel özellikleri bakımından hassas dengelere sahiptir. Bu hassas dengelerdeki değişimler ve 1980'lerden sonra ekonominin dışa açılmasıyla beraber yıllar itibariyle izlenen para politikaları, yine uluslararası arenada yaşanan ekonomik ve siyasal gelişmeler, gelişmekte olan Türkiye Ekonomisini duyarlı hale getirmiş ve volatil bir yapı sergilemesine neden olmuştur. Türkiye Ekonomisindeki bu dalgalanmalar döviz kurlarına da doğrudan etki etmekte ve aynı volatil yapı döviz kurlarında da kendisini göstermektedir.

Döviz kurlarında yaşanan bu ani dalgalanmalar, Türkiye'de faaliyet gösteren ve dövizle işlem yapan bütün firmaları döviz kuru riski ile karşı karşıya bırakmakta ve zaman zaman yaşanan büyük çaplı krizler, firmaları iflasın eşiğine kadar getirmektedir. Bu nedenle; döviz kuru riskleri, Türkiye'de faaliyet gösteren ve dövizle işlem yapan firmalar açısından yönetilmesi zorunlu olan risk gruplarından biridir.

Bu aşamada, döviz kuru riski yönetiminin önemi vurgulanmak istenmiş, Türkiye'de faaliyet gösteren ve dövizle işlem yapanların döviz kuru riski yönetimi konusundaki faaliyetlerinde Türev enstrümanların önemine ve Türkiye'de kullanılabilirliğine yer verilmiştir.

Çalışmamın hazırlanmasında sabrıyla bana destek olan Yrd. Doç. Dr. İbrahim ÖRNEK, Yrd. Doç. Dr. Seyhan TAŞ, konuyla ilgili yönlendirmeleriyle destek veren Yrd. Doç. Dr. Metin YILDIRIM'a, İsmet ÖZTÜRK'e ve desteklerinden dolayı eşim Fazıl DOĞAN, kardeşim Nurcan FİSTİKÇİ, arkadaşım Burçin Ceyla ÇELİKKAN'a ayrı ayrı teşekkürlerimi sunarım.

Eylül 2007
Nazan FİSTİKÇİ

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖZET	i
ABSTRACT	ii
ÖN SÖZ	iii
İÇİNDEKİLER	iv
TABLULARIN LİSTESİ	viii
KISALTMALAR	ix
1. GİRİŞ	1
1.1. GİRİŞ.....	1
2. LİTERATÜR	3
2.1. DÖVİZ, DÖVİZ KURU VE DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ.....	3
2.1.1. Döviz ve Döviz Kuru.....	3
2.1.1.1. Döviz.....	3
2.1.1.2. Döviz kuru.....	3
2.1.1.2.1. Döviz alış kuru ve döviz satış kuru	5
2.1.1.2.2. Döviz kurunun çeşitleri.....	5
2.1.1.2.2.1. Düz (direkt) kur.....	6
2.1.1.2.2.2. Çapraz kur	6
2.1.1.2.2.3. Dolayı kur.....	6
2.1.1.2.3. Döviz kuru sistemleri.....	7
2.1.1.2.3.1. Sabit döviz kuru sistemi.....	7
2.1.1.2.3.2. Esnek döviz kuru sistemi.....	8
2.1.1.2.3.3. Esnek döviz kuru sistemini savunan görüşler.....	9
2.1.1.2.3.4. Esnek döviz kuru sistemine karşı görüşler.....	10
2.1.1.2.3.5. Ayarlanabilir döviz kuru sistemi.....	11
2.2. DÖVİZ PİYASASI.....	16
2.2.1. Döviz Piyasasında Faaliyet Gösteren Kişi ve Kuruluşlar.....	16
2.2.1.1. Merkez Bankası.....	17
2.2.1.2. Bankalar.....	17
2.2.1.3. Yatırım faaliyetinde bulunan kişi ve kuruluşlar.....	17

	<u>Sayfa No</u>
2.2.2. Döviz Piyasasının Fonksiyonları.....	18
2.2.2.1. Satın alma gücü transferi.....	18
2.2.2.2. Finansman fonksiyonu.....	19
2.2.2.3. Riski azaltma fonksiyonu.....	19
2.2.3. Döviz Piyasasının Tanımı.....	20
2.2.4. Döviz Piyasasının Tarihsel Gelişimi.....	21
2.2.4.1. Altın Standardı (1880-1914).....	21
2.2.4.1.1. Altın sikke standardı.....	21
2.2.4.1.2. Altın külçe standardı.....	22
2.2.4.2. Dünya savaşları arası dönem (1918-1939).....	23
2.2.4.3. Bretton Woods sistemi (1944-1970).....	23
2.2.4.4. Özel Çekme Hakları (SDR).....	25
2.2.4.5. Avrupa Para Sistemi (EMS) ve Avrupa Para Birimi (ECU).....	26
2.2.5. Döviz Piyasasının Türleri.....	26
2.2.5.1. Spot döviz piyasası.....	26
2.2.5.1.1. Endikatif kur.....	27
2.2.5.1.2. Döviz pozisyonları.....	27
2.2.5.2. Forward (vadeli) piyasalar.....	28
2.2.6. Döviz Piyasasında Denge.....	29
2.2.6.1. Hedging.....	29
2.2.6.2. Spekülasyon.....	30
2.2.6.3. Arbitraj.....	31
2.3. DÖVİZ KURU RİSKİ.....	32
2.3.1. Döviz Kuru Riskinin Firmalar Açısından Önemi.....	33
2.3.2. Döviz Kuru Riskinde Limit.....	35
2.3.3. Döviz Kuru Riski ve Çeşitleri.....	37
2.3.3.1. Muhasebe riski.....	38
2.3.3.2. İşlem riski.....	39
2.3.3.3. Ekonomik risk.....	40
2.4. KUR RİSKİNDEN KORUNMADA TÜREV ARAÇLAR.....	40
2.4.1. Türev Ürün Nedir?.....	40
2.4.2. Türev Piyasaların Tarihi Gelişimi.....	41
2.4.3. Vadeli İşlem Piyasalarının Temel Fonksiyonları.....	41
2.5. TÜREV ARAÇLAR.....	42
2.5.1. Forward Piyasalar.....	42
2.5.1.1. Forward sözleşmeler.....	43
2.5.1.2. Forward sözleşmeler ile hedging.....	43
2.5.1.3. Forward işleminin avantaj ve dezavantajları.....	44
2.5.2. Futures Sözleşmeler.....	45
2.5.2.1. Futures sözleşmelerin tarihçesi.....	45
2.5.2.2. Futures sözleşmelerinde asgari unsurların standardilizasyonu.....	46
2.5.2.3. Futures sözleşmelerinde takas merkezi ve teminatlandırma.....	47
2.5.2.4. Futures sözleşmelerin avantaj ve dezavantajları.....	48
2.5.2.5. Futures sözleşmelerinde alınabilecek pozisyonlar.....	48

2.5.2.6. Vadeli piyasalarda işlem gören futures sözleşmeleri...	48
2.5.2.7. Döviz futures sözleşmelerinin özellikleri.....	49
2.5.2.7.1. Kısa pozisyon olarak riskten korunma.....	50
2.5.2.7.2. Uzun pozisyon olarak riskten korunma.....	50
2.5.3. Opsiyon Sözleşmeleri.....	51
2.5.3.1. Opsiyon sözleşmelerinin tanımı ve özellikleri.....	51
2.5.3.2. Opsiyon türleri ve sınıfları.....	51
2.5.3.2.1. Karlılıklarına göre opsiyonlar.....	52
2.5.4. Swap Sözleşmeleri.....	53
2.5.4.1. Swap sözleşmelerinin tanımı ve tarihçesi.....	53
2.5.4.2. Swap'ın diğer türev ürünlerden farklılıkları.....	54
2.5.4.3. Faiz swap'ı sözleşmelerinin asgari unsurları.....	55
2.5.4.4. Faiz swap'ı sözleşmelerinin kullanım nedenleri.....	55
2.5.4.5. Para swap'ı sözleşmeleri.....	56
2.5.4.6. Para swap'ı sözleşmelerinin kullanım nedenleri.....	56
3. MATERYAL VE YÖNTEM.....	58
3.1. MATERYAL VE YÖNTEM.....	58
3.2. MATERYAL VE YÖNTEM.....	58
4. DEĞERLENDİRME.....	59
4.1. VADELİ İŞLEM ve OPSİYON BORSASININ ÖZELLİKLERİ.....	59
4.2. VADELİ İŞLEM ve OPSİYON BORSASININ ENSTRÜMANLARI...	60
4.3. VADELİ İŞLEM ve OPSİYON BORSASININ FAYDALARI.....	60
4.4. TÜRKİYE'DE VADELİ İŞLEM ve OPSİYON BORSASI.....	61
4.4.1. Dayanak Varlık.....	65
4.4.2. Uzun (Long) Pozisyon, Kısa (Short) Pozisyon.....	65
4.4.3. Açık Pozisyon.....	65
4.4.4. Başlangıç Teminatı.....	65
4.4.5. Sürdürme Teminatı.....	66
4.4.6. Piyasaya Göre Ayarlama.....	67
4.4.7. Yayılma Teminatı.....	67
4.4.8. Nakdi Uzlaşma.....	67
4.4.9. Pozisyon Limiti.....	67
4.4.10. Uzlaşma Fiyatı.....	67
4.5. TÜRKİYE'DE VOBAS'TA KULLANILAN ENSTRÜMANLAR.....	68
4.5.1. Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri.....	68
4.5.2. Faiz Vadeli İşlem Sözleşmeleri.....	68
4.5.3. Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri.....	69
4.5.4. Emtia Vadeli İşlem Sözleşmeleri.....	69
4.6. TÜRKİYE'DE VADELİ İŞLEM ve OPSİYON BORSASININ İŞLEM HACMİ.....	70
4.7. VADELİ İŞLEM ve OPSİYON BORSASININ TÜRK FİNANSAL PİYASALARINA SAĞLAYACAĞI FAYDALAR.....	72
SONUÇ.....	73

KAYNAKLAR.....

76

ÖZGEÇMİŞ (VİATE).....

88

Sayfa No**EKLER**.....

80

EK.1. “VOB-YTL DOLAR” VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ.....	81
EK.2. “VOB-İMKB 30” VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ.....	82
EK.3. “VOB-İMKB 100” VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ.....	83
EK.4. “VOB-DİBS 91” VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ.....	84
EK.5. “VOB-DİBS 365” VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ.....	85
EK.6. “VOB-EGE PAMUK” VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ.....	86
EK.7. “VOB-ANADOLU KIRMIZI BUĞDAY” VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ.....	87

TABLULARIN LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 2.1. Çapraz kurlar.....	6
Tablo 2.2. Alternatif döviz kuru sistemleri.....	12
Tablo 4.1. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsa'sında geleceğe giden yol.....	63
Tablo 4.2. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsa'sında teminata kabul edilen kıymetler.....	64
Tablo 4.3. Başlangıç teminatının işleyişi.....	66

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Bileşik Devletleri
ACH	: Australian Clearing Trade
AT	: Avrupa Topluluğu
CBLC	: Brazilian Clearing and Depository Comparison
CBOT	: Chicago Board of Trade
CBP	: İngiliz Sterlini
CME	: Chicago Mercantile Exchange
CHF	: İsviçre Frangı
DGD	: Doğrudan Gelir Desteği
DM	: Alman Markı
DTB	: Almanya Vadeli İşlem Borsası
ECU	: Avrupa Para Birimi
EMS	: Avrupa Para Sistemi
FTSE100	: İngiltere Futures Endeks
HKEX	: Hong Kong Futures Exchange
IMF	: Uluslararası Para Fonu
IMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IMM	: International Money Market
JSCC	: Japan Securities Clearing Corporation
KCBT	: Kansas City Board of Trade
LCH	: London Clearing House
NYFE	: New York Futures Exchange
NYSE	: New York Stock Exchange
SDR	: Özel Çekme Halkaları
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
S&P500	: ABD Futures Endeks
TMO	: Toprak Mahsulleri Ofisi
TŞFAŞ	: Türkiye Şeker Fabrikaları Anonim Şirketi
USD	: Amerikan Doları
VOB	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası
VOBAŞ	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Anonim Şirkei
YTL	: Yeni Türk Lirası

BİRİNCİ BÖLÜM GİRİŞ

1.1. GİRİŞ

İnsanlar, insanlık tarihi başlangıcından bu yana belirsizliklere karşı savaş vermiştir. Doğanın belirsizliklerine karşı korunma mücadelesi ve bu belirsizlikleri kontrol altına alma ve hatta zamanla bunlardan kazançlar elde etme çabası, taş devrinden beri insanların yaşamında önemli bir yer tutmuştur.

Tarıma geçiş ile birlikte insanlar tarımsal ürünlerin tabi olduğu doğal belirsizliklere bir de fiyat dalgalanmalarını etkileyecek ve sosyal, siyasi ve ekonomik kararların ve hareketlerin etkisine maruz kalmışlardır. Örneğin yakın geçmişte Uzakdoğu bölgelerini saran kuş gribi gibi bir salgın hastalığın Dünya emtia piyasalarını ne kadar derinden etkilediğine ve neredeyse Dünya ticaretini durma noktasına getirdiğine tüm dünya tanık olmuştur. Bununla beraber yine yakın geçmişte ABD'de yaşanan 11 Eylül olayları ve sonrasında ABD'nin Afganistan ve Irak'a operasyon düzenlemesi dünya pamuk piyasasını etkilemiştir. Bu örnekler daha da çoğaltılabilir.

Bu koşullar altında özellikle tarımda vadeli işlem piyasalarının önemi daha da artmaktadır. Vadeli işlemler piyasalar işlevi itibariyle serbest piyasa ekonomisine birçok katkıda bulunmaktadır. Bu piyasaların en önemli işlevi geleceğe yönelik fiyatların ne olacağı konusunda bugünden fikir verebilmesidir. Dolayısıyla vadeli işlem piyasaları geleceğe yönelik belirsizliklerin kontrol altına alınmasını kolaylaştırmaktadır.

Ülkemizdeki işletmeler son yıllarda birçok krizle karşı karşıya kalmışlardır ve bu krizler işletmelerin risklerini yönetecek araçlardan yoksun olmaları nedeniyle oldukça ağır geçmiş ve birçok işletmenin ticari faaliyeti sona ermiştir. Bu nedenle dünyada birçok ülke türev araçları risk yönetimi amacı ile yoğun olarak kullanmaya başlamışlardır.

Artık ülkemizdeki işletmelerin rakipleri yalnızca ulusal düzeydeki işletmeler değil dünyadaki tüm işletmeler olmuştur. Bu rakipler vadeli işlem piyasalarından yararlanmakta iken ülkemiz işletmelerinin yararlanamaması rekabet güçlerini de olumsuz etkilemiştir. Ülkemizde aynı zamanda büyük bankacılık krizleri yaşanmıştır. Bankacılık sektörünün yararlanabileceği risk yönetim araçlarının kısıtlı oluşu da bu yaşanan krizlerin ortaya çıkışının nedenleri arasında sayılabilmektedir.

Ülkemizde mevcut Ticaret Borsaları bugüne kadar ihtiyaçlara cevap vermekte yetersiz duruma gelmiş ve vadeli işlem borsalarına duyulan ihtiyaç daha da artmıştır. Bir takım ekonomik ve siyasi nedenlerden dolayı ülkemizde bir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası kurulmasında oldukça geç kalınmış olunmasına rağmen, nihayet Sermaye Piyasası Kanununun 40. maddesi uyarınca 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu kararıyla Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Anonim Şirketi kurulmuş ve 4 Şubat 2005 tarihinde faaliyete geçmiştir.

Türkiye’de sermaye piyasası altyapısı vadeli işlemler piyasalarının etkin bir şekilde işlemlerini sağlayabilecek durumdadır. Vadeli işlem ve Opsiyon Borsası’nda oluşacak fiyatlar özellikle tarımsal ürünlerde güvenilir bir gösterge olacaktır.

Mevcut düzenlemeler Türkiye’de vadeli işlemlerin tümünün tek bir borsa çatısı altında yapılmasını öngörmektedir ve bu durum da VOB’un ölçek ekonomilerinden yararlanmasını sağlayacaktır. Ancak Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nın kurulmuş ve faaliyete geçmiş olması yeterli değildir. Bu piyasaların işlerlik kazanabilmesi için gerekli tedbirlerin alınması ve düzenlemelerin yapılması gerekmektedir. Özellikle tarım ürünlerine dayalı vadeli işlem piyasalarında tarım politikalarının düzenlenmesi gerekmektedir.

Bu çalışmanın özü, ülkemizde henüz faaliyete geçmiş olan Vadeli İşlemlerin Türkiye’de kullanılabilirliğini tespit etmeye çalışmaktır.

Bundan sonraki bölümde döviz piyasası ve döviz piyasalarının tarihçesi, döviz, vadeli işlem piyasalarının ne olduğu, nasıl ortaya çıktığı, türleri olan forward, futures ve opsiyon piyasaları ve dünyada vadeli işlem piyasaları tartışılmaktadır. Dördüncü bölümde Türkiye’de vadeli işlem piyasaları, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ve Türkiye’de kullanılabilirliği tartışılmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM LİTERATÜR

2.1. DÖVİZ, DÖVİZ KURU VE DÖVİZ KURU SİSTEMLERİ

2.1.1. Döviz ve Döviz Kuru

2.1.1.1. Döviz

Ulusal faaliyetlerde bulunan firmalar, parasal ödemelerinde faaliyette buldukları ülke parasını diğer bir deyişle milli paralarını kullanırlar (Aksöyek, 1987:19). Oysa uluslararası ticaretin gerçekleşmesi, ilgili ülkelerin sadece kendi ulusal paralarını kullanmaları ile mümkün değildir (Ayyıldız, 1989:1). Ekonomi ve piyasa şartları, uluslararası mal ve hizmet ticareti yapan firmaları, birbirleri ile olan finansman ilişkilerinde, dünyada genel kabul görmüş ve çoğunlukla da dünya ticaretinde söz sahibi olan ülkelerin paralarını kullanmaya zorlamaktadır.

Bir ülkede ekonomik işlemler sonucu meydana gelen ödemeler, nakit para (banknot) ve kaydi para (çek, bono, havale) ödeme araçları ile yapılarak farklılaştırıldığı gibi, uluslararası ödemelerde finansal akımlar da aynı paralelde nakit para ve kaydi para şeklinde meydana gelmekte ve nakit para "efektif", kaydi para ise "döviz" olarak adlandırılmaktadır.

Döviz sözcüğü dilimize Fransızca'daki "devise"den geçmiş olup, genel anlamda uluslararası ödemelerde kullanılan ödeme araçlarının tümünü ifade etmektedir. Ekonomik açıdan döviz, iktisadi bir mal niteliğindedir. Başka bir deyişle, dövizin de arz ve talebi, dolayısıyla bir piyasası bulunmaktadır. "Efektif olarak adlandırılan yabancı banknotlar dövizin bir parçasıdır (Erdoğan, 1994:16).

2.1.1.2. Döviz kuru

Döviz iktisadi bir mal niteliğinde olup, arz ve talebi bulunmakta, fiyatı da arz ve talebe göre oluşmakta ve kur olarak ifade edilmektedir (Erdoğan, 1994:17). Döviz kuru, bir birim yabancı parayı satın alabilen ulusal para miktarı olarak

adlandırılır. Bir başka deyişle, yabancı paranın ulusal para cinsinden fiyatıdır. (Ayyıldız, 1989:3).

Döviz kuru uluslararası ticarete konu olan mal akımının gerçekleşmesi için bir alt yapı oluşturmaktadır. Döviz kurunu sistematik bir şekilde ilk inceleyenler F. Machlup ve J. Robinson olmuştur (İyibozkurt, 1985:240). Döviz kuru iki temel yönetime göre belirtilmektedir. Bunlardan birincisi "Belirli Kur (Dolaysız Kotasyon)" ikincisi ise, "Belirsiz Kur (Dolaylı Kotasyon)" yöntemidir.

Belirli Kur olarak isimlendirilen yöntemde, ulusal para birimi değeri yabancı para birimi cinsinden ifade edilmektedir. Londra Döviz Borsası'nda uygulanan yöntem budur. İngiliz para birimi olan Sterlin'in ne kadar Amerikan Doları veya ne kadar Japon Yeni ettiğini göstermektedir. Bu yöntem İngiliz Sistemi olarak da bilinir. Eğer yabancı para biriminin değeri ulusal para cinsinden ifade ediliyorsa uygulanan yöntem Belirsiz Kur olarak adlandırılır. Türkiye'de bu yöntem uygulanmaktadır. Örneğin 1 USD = 1,40 YTL olarak ifade edilmektedir.

Bankalar veya ilgili diğer mali kurumların döviz alım-satımı için kur belirlemeleri "kote etmek" veya "kotasyon" deyimleri ile ifade edilir. Bunun Türkçe karşılığı ise "fiyat yazmak" olarak açıklanır. Kote edilen kurlar, bankanın döviz almak veya satmak istediği fiyatları gösterir. Müşteri bu fiyatları kabul ederse işlem yapılır ve kote edilen kur gerçekleşen kur durumuna gelir. Kote edilen kurlar belirli bir zamanla sınırlıdır. Piyasa koşulları değiştikçe bankalar ve ilgili kurumlar da kote ettikleri fiyatlarda ayarlamalar yaparlar (Seyidoğlu, 1999:295).

Döviz kurlarında meydana gelen bir değişiklik salt dövizin değerinde değil, uluslararası ticarete konu olan ve konu olması muhtemel olan yurt içinde üretilen mal ve hizmetlerin uluslararası fiyatlarında da değişikliklere sebep olur. Hatta ülkenin gayrisafi milli gelirinin uluslararası kriterler cinsinden değerini değiştirir. Bu durumda, döviz kurunun yükselmesi, Türk Lirası'nın diğer paralar karşısında değer kaybetmesine sebep olur. Diğer bir ifade ile bir birim yabancı para elde etmek için daha fazla ulusal para sarf edilecek ve 1 Yeni Türk Lirası'nın yabancılar tarafından satın alınması halinde, daha az yabancı para verecektir. Bunun sonucu olarak ithal edilen malların ulusal para cinsinden değeri artarak, ithalatın pahalılaşması ve ihraç edilen malların yabancı para cinsinden değeri düşerek, ihracatın ucuzlaması sonucunu ortaya çıkaracaktır. Döviz kurunun düşmesi halinde, yukarıda belirtilen sistem tersine çalışarak, Türk Lirası cinsinden ithalatın ucuzlaması

ve yabancı paralar cinsinden ihracatın pahalılaşması sonucu ortaya çıkacaktır (Ayyıldız, 1989:9).

2.1.1.2.1. Döviz alış kuru ve döviz satış kuru

Döviz kurunu belirleyen otoriteler, döviz kurlarını alış kuru (bid rate) ve satış kuru (ask rate) olarak ayrı ayrı kote ederler. Satış, kurları alış kurlarının üzerindedir, yani ilgili kurum veya kuruluş dövizini düşük fiyattan alıp yüksek fiyattan satar. Alış ve satış kurları arasındaki farka kur marjı (spread) denir. Bu fark işlem giderleri ile kurum veya kuruluşun karını kapsar.

Alış ve satış, kurları arasındaki fark açısından birinci olarak, yapılan döviz işleminin tutarı önem taşır. Büyük miktardaki işlemlerde alım-satım marjı düşük, küçük miktardaki işlemlerde ise yüksektir. Bu doğal bir sonuçtur. Çünkü her iki işlemde de gerekli kağıt, haberleşme ve idari giderler tutarı aynıdır. İkinci olarak ilgili yabancı paranın piyasasındaki istikrarsızlıklar etkili olur. Döviz fiyatındaki iniş ve çıkışlar arttıkça marjlar da büyür. Çünkü bu durumda kurumun kur değişmelerine karşı kendini güvenceye alması güçleşecektir. Üçüncü olarak o paranın gelecekteki piyasa koşulları hakkındaki beklentilerin etkisi vardır. Piyasada istikrarsızlık beklentileri ile birlikte, marjlar da artar. Özellikle kriz dönemlerinde bu farklar aşırı biçimlerde yükselir ve krizin en ileri boyutlara ulaştığı durumlarda da alış verişler durdurulur.

Alış ve satış kurları arasında farklılıklara yol açan bu nedenlerin dışında yabancı para alım satımlarının nakit veya banka havaleleri biçiminde olması da kurları etkiler. Genellikle efektif yabancı paraların kur marjları döviz işlemleri üzerindeki kur marjlarından daha yüksek olur (Seyidoğlu, 1999:296).

2.1.1.2.2. Döviz kurunun çeşitleri

Dövizin değerinin serbest piyasa şartlarına göre belirlenmesine ya da resmi otorite tarafından belirlenmesine göre döviz kurları değişken ve sabit kurlar olarak ayrılmaktadır. Ancak bu tür çeşitlendirme döviz kurunu tasniften daha çok dövizin değerini belirlemeyi açıklamaktadır. Döviz kuru aşağıdaki şekilde çeşitlendirilebilir (Aksöyek, 1987:31).

2.1.1.2.2.1. Düz (direkt) kur

İki para arasındaki doğrudan değişim oranına düz kur denilmektedir. Eğer Türk Lirası ile doğrudan dolar alınmak istenirse ve Türk Lirası ile dolar arasındaki kur $1\text{USD} = 1,35\text{ YTL}$ ise bu durumda 1\$ almak için 1,35 YTL ödemek gerekecektir. İşte Türk Lirası ile ABD Doları arasında doğrudan doğruya uygulanan bu döviz kuruna "düz kur" denir (Aksöyek, 1987:32).

2.1.1.2.2.2. Çapraz kur

İki milli paranın doğrudan değiştirilmesi mümkün olduğu gibi, bunların dolaylı bir şekilde değiştirilmesi de mümkündür. Türk Lirası ile doğrudan ABD Doları satın almak yerine, Türk Lirası ile İngiliz Sterlini, Sterlin'le Avrupa Euro'su ve Avrupa Euro'suyla da ABD Doları alınabilir. Örneğin $1\text{€} = 1,70\text{ YTL}$ ve $1\text{\$} = 1,35\text{ YTL}$ ise Türk Lirası esas alınarak Dolarla Euro arasında da bir kur oluşur. $1\text{€} = 1,70/1,35 = 1,2592\text{ \$}$ olacaktır. Bu kura "çapraz kur" denir (Aksöyek, 1987:32).

Tablo 2.1. Çapraz kurlar (T.C.M.B. www.tcmb.gov.tr, 22.11.2005).

Döviz Cinsi		Parite
USD / AUD	1 ABD DOLARI 1	1.3635 AVUSTRALYA DOLARI
USD / DKK	ABD DOLARI 1 ABD	6.3715 DANIMARKA KRONU
USD / CHF	DOLARI 1 ABD	1.3214 ISVICRE FRANGI 8.1522
USD / SEK	DOLARI 1 ABD	ISVEC KRONU 119.28 JAPONYENİ
USD / JPY	DOLARI 1 ABD	1.1838 KANADA DOLARI 6.7090
USD / CAD	DOLARI 1 ABD	NORVEC KRONU 3.7505
USD / NOK	DOLARI 1 ABD	SUUDİARABİSTANRİYALİ 1.1709
USD / SAR	DOLARI 1 EURO 1	ABD DOLARI 3.4243 ABD DOLARI

2.1.1.2.2.3. Dolaylı kur

Herhangi bir yabancı paranın kaç birim bir değer yabancı para satın alabileceğini ifade etmektedir. Örneğin $1\text{\$} = 0,5758\text{ Sterlin}$ biçimindedir. Direkt ve dolaylı kur vermek değişik ülkelerde yerleşik döviz piyasası uzmanları (dealer) arasında karışıklık yaşanmasına sebebiyet verdiği için aşağıda belirtilen değişim şekli genel kabul görmüş değişim şeklidir. Avrupa stili denilen uygulamada, dealer'ın nerede yerleşik olduğu dikkate alınmaksızın tüm dövizlerin 1\$ karşılığı

değeri verilir. Bu değişim şeklinin en büyük istisnası İngiliz Sterlini olup 1 Sterlinin ABD Doları karşılığı belirtilir. Buna Amerikan stili denir (Erdoğan, 1994:19).

2.1.1.2.3. Döviz kuru sistemleri

Döviz kuru sistemleri "sabit döviz kuru sistemi" ve "esnek (serbest) döviz kuru sistemi" olmak üzere temel olarak ikiye ayrılmaktadır. Ancak bu iki sistem uç uygulamalar olduğu için bu iki sistem arasında uzlaştırıcı uygulama modelleri de bulunmaktadır. Sabit kur sisteminde döviz kurları zaman içinde sabit tutulurken, serbest kur sisteminde döviz kuru serbest bir şekilde piyasadaki arz ve talebe göre dengelenerek, belirlenir.

Bütün döviz kuru sistemlerinde temel amaç, döviz kurunun belirleniş biçimi ne olursa olsun ödemeler bilançosunu belirli bir süre dengede tutan denge kurlarını belirlemektir.

2.1.1.2.3.1. Sabit döviz kuru sistemi

Sabit kur sisteminin esası, döviz kurunun belirli bir düzeyde belirlenmesi ve piyasadaki arz ve talep değişmeleri ne yönde olursa olsun kurun belirlenen düzeyde sürdürülmesidir (Seyidoğlu,1999:314). Bu sistemde kurların belirlenen düzeyde istikralı olarak devamlılığının sağlanması Merkez Bankası'nın döviz piyasasına alıcı veya satıcı olarak müdahalesi ile gerçekleşir. Bunun için Merkez Bankası'nın elinde yeterli miktarda altın ve yabancı döviz stokunun olması gerekir. Örneğin döviz kurları yükselmeye başladığı zaman Merkez Bankası piyasaya döviz sürer. Tersine durumda döviz düşmeye başladığında ise Merkez Bankası tanzim alım satımları yaparak döviz kurlarını sabit tutar (Parasız,1994:79).

Sabit döviz kuru sistemi genel anlamda altın para standardının hakim olduğu sistemlerde işerlik kazanmaktadır. Altın standardı 1880'den 1914 yılına kadar dünyada uygulanmış bir sistemdir. Altın standardı, para biriminin belli miktarda altın içermesi ve paranın altına, alının paraya serbest bir biçimde çevrilmesidir.

Altın standardında, sınırları, altının bir piyasadan diğer piyasaya nakil masrafları tayin eder. Söz konusu masraflar sadece ulaştırma hizmeti, sigorta, işlem masrafını değil, altın arbitrajcularının kendi fonlarını bağlamış oldukları süre için faizi de kapsar (Kindleberger, 1970:256). Ülkelerin paraları altına bağlı olduğundan

ulusal paralarının birbiriyle ifadesi olan döviz kurları da sabit olacak veya "altın noktaları" diye adlandırılan kur sınırları içinde sabit kalacaktır.

İki ülkenin paralarının altın cinsinden birbirine oranına "darphane oranı" denir. Altının bir ülkeden diğerine taşınması sırasında ulaşım masrafları, komisyon, sigorta gibi harcamalar yapmak gerekir. Dolayısıyla, altın satacak kişi diğer ülkede darphane kurundan işlem göreceği için, altının bir ülkeden diğerine taşıma maliyetini göz önünde bulundurur. Bu nedenle, altının alım ve satım oranları darphane kuru ile eşit olmaz (Ayyıldız, 1989:10).

Sabit döviz kuru sistemi günümüzde de pek kullanılmamakla birlikte hala bu sistemi kullanan ülkeler de bulunmaktadır. Bu ülkeler ulusal paralarını ya ABD Doları gibi bir büyük ülke parasına ya da para sepeti de denilen hesap birimlerine bağlamışlardır. Örneğin EURO'ya geçmeden önce Avrupa Birliği ülkeleri ulusal paralarını sabit kurlardan ECU adı verilen bir hesap birimine bağlamışlardı. Bazı ufak ülkeler de paralarını Uluslararası Para Fonu (IMF)'nin çıkarttığı hesap birimi olan Özel Çekme Hakları (SDR)'ye bağlamışlardır. Daha geniş bir grup ülke de ulusal parasını ticaret yaptıkları ülkelerin paralarından oluşturdukları özel para sepetlerine bağlamışlardır.

İster tek bir yabancı ülke parası, isterse bir hesap birimine bağlı olsun ülkeler sabit kurdan paralarını bir değer standardına bağlayarak bir parite kuru oluştururlar ve piyasa kurunun bu parite etrafında dar sınırlar içinde değişmesine de izin verirler. Kuşkusuz paritenin altında ve üstündeki dalgalanma sınırları ne derece genişletilirse sisteme o kadar esneklik tanınmış olur (Seyidoğlu, 1999:316).

2.1.1.2.3.2. Esnek döviz kuru sistemi

Esnek döviz kuru sistemi, sabit döviz kuru sisteminin tam karşılığı olmakta ve döviz kuru, döviz arzı ile talebinin serbestçe dalgalanması sonucu döviz piyasasında oluşmaktadır. Bu sisteme yüzen (floating) veya serbest değişken döviz kuru sistemi (freely fluctuating exchange rate system) de denilmektedir (Karluk, 1984:299).

Esnek döviz kuru sisteminde döviz piyasasına hiçbir şekilde müdahale yoktur. Döviz kuru, tamamıyla döviz arz ve talebindeki değişimler tarafından belirleneceği için, dalgalanmaya bırakılmıştır.

Bu sistemde serbest rekabet koşulları, döviz arzı ve talebini eşitleyen bir döviz fiyatını kendiliğinden oluşturmakta ve dış ödemelerde de mutlaka bir dengeye

ulaşmaktadır. Dolayısıyla bu sistemde bütün ülkelerin serbest döviz politikası izlemesi halinde ödemeler dengesi sorunu söz konusu olmamaktadır. Dalgalı kur sistemi, piyasada oluşan, dövizin arz ve talebinde değişmelere çok kısa zamanda uygun reaksiyonu göstermekte ve ülke parasının aşırı ya da eksik değerlenmesine engel olmaktadır. Bu nedenle ulusal paranın, piyasa dışından yapılan bir müdahale ile devalüe veya revalüe edilmesine gerek kalmayacaktır.

Esnek döviz kuru sistemi serbest piyasa mekanizmasının dövize uygulanmış şeklidir. Geleneksel olarak bu sistem bilimsel çevrelerde destek bulmasına karşın bir takım çevrelerce sakıncalı bulunmaktadır. Bu durum da sistemin lehinde ve aleyhinde pek çok görüşün ortaya atılmasına neden olmuştur. Aşağıda sistem hakkındaki bazı olumlu ve olumsuz görüşler belirtilmiştir.

2.1.1.2.3.3. Esnek döviz kuru sistemini savunan görüşler

Esnek döviz kuru sistemini savunanlar, bu sistemin üstünlüklerini, ilke olarak serbest piyasa mekanizmasının yararları ile açıklamaktadırlar. Yani sistemin, en düşük maliyetle en etkin kaynak dağılımını sağlayıcı özellikleri üzerinde dururlar (Seyidoğlu, 1999:319). Bu konudaki bazı görüşler aşağıdaki gibidir.

1. Hükümetlerin belirledikleri kurlar çoğunlukla ulusal parayı aşırı değerlendirir. Oysa esnek kur sisteminde kurlar gerçek denge değerini bulur. Bu da uluslararası kaynak dağılımının optimum biçimde yapılmasını sağlar.
2. Bu sistemde döviz talep fazlası kurlarda yükselmeye, döviz arz fazlası da kurlarda düşmeye yol açarak dengesizliği otomatik biçimde giderici sonuç doğurur. Esnek kur sistemindeki bu otomatik dengeleme mekanizmasına karşılık sabit kur sisteminde dış denge hükümet kararlarına bağlıdır.
3. Sabit kur sisteminde kur istikrarını sağlama amacıyla döviz rezervlerine ihtiyaç vardır. Oysa bu sistemde dış denge kendiliğinden sağlandığından dış rezerve de gerek kalmaz. Esnek kur sistemi otomatik kur değişimleri yoluyla dış denge sorununu çözümler. Bu nedenle de hükümetler dış dengenin bozulma endişesi olmadan maliye ve para politikalarıyla iç ekonomik hedeflerin gerçekleştirilmesine çalışabilirler. Esnek kur sisteminde yurtdışından kaynaklanan bir enflasyon veya depresyon karşısında, kurlar derhal gerekli uyumu sağlayıp ekonomiyi bu denetim dışı faktörlerin etkisinden korurlar. Sabit kur sisteminde dış şoklar ülkeyi daha kolay etkiler.
4. Esnek kur sisteminde kurlar arz ve talebe göre her an ufak uyum

hareketleri gösterdiğinden sabit kur sisteminde olduğu gibi, uzun süreler sonunda yapılacak büyük oranı bir kur değişikliğine gerek kalmaz. Böylece ekonomi büyük kur ayarlamalarının şokundan kurtulmuş olur.

5. Değişken kur sistemi fiyat mekanizmasına dayalı, basit ve uygulaması kolay bir sistemdir. Kurlarla ilgili olarak hükümetin karar almasına ve denetimde bulunmasına gerek yoktur. Böylelikle sistem gereksiz bürokrasiyi önler.

2.1.1.2.3.4. Esnek döviz kuru sistemine karşı görüşler

Esnek kur sistemi yukarıda da belirtildiği gibi bilimsel çevrelerce genel kabul görürken, özellikle uygulamacılar arasından büyük bir destek bulamamıştır. Bu sisteme yöneltilen eleştirilerden bazıları aşağıda belirtilmiştir.

- Sürekli değişen kurlar uluslararası ekonomik belirsizlik doğurarak riskleri artırır. Bu da uluslararası ticari ve mali akımları engelleyici etki yapar.
- Esnek kur sistemi enflasyonu hızlandırır. Çünkü kurlar yükselince ham madde ve gıda maddelerinin fiyatları yükselir. Bu da ücretleri ve sanayide maliyetleri artırır. Buna karşılık kurlar düştüğü zaman ücretlerde ve öteki girdilerde bir düşme olmaz. Bir başka deyişle; sistemin fiyatlar üzerinde tek yönlü bir etkisi vardır. Döviz kurlarındaki ufak bir değişimin dış dengeyi sağlayabilmesi için döviz arz ve talep esnekliklerinin yüksek olması gerekir. Bu esnekliklerin değerinin yüksek olmadığı durumlarda belirli bir dış dengesizliği giderebilmek için çok büyük kur değişmelerine gerek vardır.
- Sabit kur sistemini savunanlar değişken kur sisteminin istikrarı bozucu spekülasyona yol açacağını, bunun da kurlardaki istikrarsızlığı hızlandıracağını iddia ederler. Esnek kur savunucuları ise bu sistemde spekülâtör davranışlarının istikrar bozucu değil, istikrar sağlayıcı olduğunu ileri sürerler. Ayrıca serbest kur sistemi savunucularına göre 1973 ten sonraki dönemde 1960'lardaki gibi büyük mali istikrarsızlıkların yaşanmamış olması bu sistemin sanıldığı kadar sakıncalı olmadığını göstermektedir.

2.1.1.2.3.5. Ayarlanabilir döviz kuru sistemi

Ayarlanabilir döviz kuru sistemi, sabit döviz kuru sistemi ile serbest döviz kuru sistemi arasında yer almaktadır. Ülke parasının değeri bir başka ülke parasına veya diğer ülkelerin paralarından oluşturulacak bir sepete bağlı olarak belirlenir. Eğer ulusal para bir ülke parasına bağlanmış ise, bağlı olunan paranın değerindeki değişimler, ilgili ülkenin parasının değerine yansıtılarak, yeni döviz kuru belirlenir. Eğer ulusal paranın değeri bir sepete bağlanmış ise, sepette bulunan diğer ülkelerin paralarındaki değişimler, ilgili ülkelerin sepetteki ağırlıklarına göre ülke parasının değerini belirler. Sepet bağlantısı seçildiğinde, sepete girecek paraların sayısı ve ağırlıkları değeri, ülkenin dış ticaretinde, görülmeyen kalemlerinde ve sermaye hareketlerinde önemli yeri olan ülkeler dikkate alınarak saptanır. SDR (Özel Çekme Hakları), ECU (Avrupa Para Birimi) sepet bağlantısına örnek olarak verilebilir.

Ayarlanabilir döviz kuru sistemi ayarlamamanın çeşidine göre iki türlü olmaktadır. Birincisi parite üzerinde yapılan ayarlama değildir; seyrek ve sık ayarlama olarak sınıflandırılır. Sık ayarlama ise kendi içinde hızlı giden ve kayan parite olarak ikiye ayrılır. İkinci ayarlama türü ise parite etrafında ayarlama yöntemidir. Dar, hareketli ve genişletilmiş aralık biçiminde bu yöntemi sınıflandırmak mümkündür. Eğer, ayarlamalar seyrek yapılıyorsa uzun zamanda büyük oranlı değişme, sık ayarlamalar söz konusu olduğunda, kısa zaman aralıklarında küçük oranlı düzenlemeler yapılır. Parite etrafında ayarlama yönteminde seçilen aralığa göre döviz kurunun oluşumu arz ve talep koşullarının serbestçe belirlenmesine bırakılır. Bu sistem dış ticaret üzerindeki kur belirsizliğini azaltarak ekonomik sisteme katkıda bulunur. Diğer yandan olası bir ayarlama beklentisi (devalüasyon) yoğun spekülasyonlara yol açabildiğinden ekonomide kriz yaratmaya elverişli bir sistemdir (Şahinbeyoğlu, 2000:5).

Ülkenin yapısına en uygun kur sistemi, ülkenin ekonomisinin yapısından kaynaklanan şartlara göre belirlenir. Uluslararası iktisat teorisinde ülkelerin kur ve kur sistemini etkileyen değişkenleri şu başlıklar altında toplamak mümkündür. Ekonominin büyüklüğü,

- Ekonominin dışa açılma derecesi,
- Sermaye hareketliliği veya bütünleşme derecesi,
- İhracatın çeşitlenmesi,
- Ticaretin coğrafi yoğunlaşması,

- Enflasyon oranları arasındaki farklılığı,
- İç ekonomi politikası araçları arasındaki uyumluluğu (Ayyıldız, 1989:24).

Gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinin, hacimlerinin küçük olması, uluslararası ekonomiye kısmen veya tamamen kapalı olmaları, sermaye hareketlerini engelleyici kuralların mevcudiyeti, ihraç ettikleri malların sayısının az olması ve enflasyon oranlarının değişken ve yüksek olması gibi sebeplerden dolayı, bu tip ülkelerin ayarlanabilir döviz kuru sistemini seçmeleri uygun görülmektedir. Nitekim birçok gelişmekte olan ülke bu sistemi seçmiştir. Ayarlanabilir döviz kuru sistemini seçen ülkelerin ağırlıklı olarak bağlantı türünü tercih ettikleri görülmektedir (Ayyıldız, 1989:25).

Aşağıdaki tabloda, sabit ve esnek döviz kuru sistemleri arasında yer alan diğer kur sistemlerine, bu sistemlerle ilgili olumlu veya olumsuz görüşlere ve uygulamalarına yer verilmiştir.

Tablo 2.2. Alternatif döviz kuru sistemleri (İsmet,A. Uluslar arası İşletmelere Döviz Kurunun etkileri ve Bu Etkilerin Yok Edilmesi, 1987).

SİSTEM	TEMEL ÖZELLİKLER	OLUMLU GÖRÜŞLER	OLUMSUZ GÖRÜŞLER	AÇIKLAMALAR
Serbest Dalgalanma (Free Float)	Döviz kuru serbest piyasada belirlenir. Merkez Bankası döviz piyasasına müdahale etmez	Nominal döviz kurundaki değişim içsel ve dışsal şokların gerektirdiği ayarlamaların hemen hepsini yansıtır. Yüksek düzeyde rezerv birikimine ihtiyaç yoktur.	Yüksek oranlı nominal ve reel döviz kuru dalgalanmaları kaynak dağılımını olumsuz etkiler. Para politikası döviz kuru dışında bir nominal çipa çerçevesinde şekillenir.	Hiçbir ülke tam esnek kur politikası uygulamamaktadır. Geçmiş, uygulamalar da göz önünde bulundurulduğunda ABD, Almanya ve İsviçre bu uygulamaya en yakın örneklerdir.

Kiri Dalgalanma veya Gözetimli Dalgalanma (Managed Float)	Merkez Bankası belli bir pariteye bağımlı olmaksızın döviz piyasasına müdahaleye hazır durumdadır. Müdahale sıklığı ve şekli hedef doğrultusunda değişir. Doğrudan müdahaleler uluslararası rezervlerde değişim yaratırken, dolaylı müdahaleler (faiz oranlarında değişim, likidite veya diğer finansal araçlar yoluyla) yaratmaz.	Piyasaya tepkisi serbest dalgalanan kur benzeridir ancak daha yüksek düzeyde uluslararası rezerv birikimine ihtiyaç vardır. Döviz kurlarındaki aşırı hareketliliği önler.	Merkez Bankasının hareketinin şeffaf olmayışı piyasalarda belirsizliğe neden olabilir. Uygulamada müdahalelerin etkileri sinyal niteliğinde bile olsa kısa süreli olmaktadır. İstikrar kazandırıcı değildir.	Kanada ve Avusturalya gibi gelişmiş ülkeler uygulamaktadır. Meksika 1994-1995 krizi sonrası benzer sistemi uygulamıştır.
Aralık İçinde Dalgalanma (Floating within a Band)	Nominal döviz kuru belirlenen merkez parite etrafında aşağı/yukan belli aralık içinde serbest dalgalanır. Sapmalarda parasal otorite piyasaya müdahale eder. Aralık genişliği değişir. Daraldıkça sabit kur sistemine, genişledikçe dalgalı kur sistemine yaklaşır.	Sistem belirli esneklikle kredibilitiyi sağlamaktadır. Aralık ve merkez parite gibi anahtar bilgiler piyasanın beklentilerini şekillendirir. Aralık içinde gerçekleşen dalgalanmalar piyasadaki şok değişimleri absorbe eder.	Aralığın çok dar olduğu ve makro politikaların sisteme uyumlu olmadığı durumlarda uygulama istikrar önleyici olabilir ve spekülasyon ataklara neden olabilir. Aralığın tayini önemlidir. Sistemin esnekliği aralık ve merkez parite değerlerinin revize edilmesine olanak tanır bu ise uygulamanın kredibilitiyini düşürmektedir.	Avrupa Para Sistemi çerçevesinde uygulanan Döviz Kuru Mekanizması (ERM) en bilinen örnektir. 1992-1993 ERM krizinin tanık olduğu gibi sistem önemli spekülasyon baskılara maruz kalabilir ve Merkez Bankası belirlenen aralığı korumada kararsız kalırsa sistem çökebilir.

Kaygan Aralık (Sliding Band)	Parasal otorite belirli bir merkez pariteyi izlemeyi taahüt eder. Ancak, merkez parite aralıklarla çeşitli göstergeler ışığında ayarlanır. Bu sistem aralık sisteminin yüksek enflasyonlu ülkelerde uygulama biçimidir.	Sistem dünya ortalaması üzerinde enflasyon yaşayan ülkelerde aralık sisteminin uygulanmasına olanak tanır ve ülke parasının önemli oranda değer kazanmasını önler.	Merkez paritenin ayarlanma dönem ve oranlarının bilinmeyişi piyasalarda belirsizlik ve faiz oranlarında hareketlilik yaratabilir. Aralık tayini önemlidir.	İsrail 1989 yılı başlarından 1991 sonuna kadar benzer sistem uygulamıştır. Sistemin içerdiği belirsizlik ve neden olduğu hareketlilik alternatif uygulamaları ön plana çıkarmaktadır.
------------------------------	---	--	--	---

Yönlendirilmiş Sabit Aralık (Crawling Band)	Aralık sisteminde merkez paritenin zaman içinde ayarlanmasıdır. Yönlendirme oranı farklı kurallara bağlanabilir geçmiş, enflasyon oranları farkı gibi geriye dönük ya da beklenen enflasyon oranı gibi ileriye dönük yaklaşımlar en sık uygulamalardır.	Yüksek enflasyonlu ülkelerde aralık sisteminin uygulanmasına, merkez paritede yüksek oranlı ayarlamalar yapılmaksızın, olanak tanır.	Yönlendirme oranının tayini önemli riskler taşır. Geçmişe dönük yaklaşım sistemde enflasyonist süreç atabilir. Geleceğe dönük yaklaşım ise yanlış, enflasyon hedefleri doğrultusunda belirlendiyse ulusal paranın aşırı değerlenmesine ve spekülatif baskılara yol açabilir.	İsrail, Şili ve İtalya bu uygulamayı belirli dönemlerde seçmişlerdir.
---	---	--	--	---

Yönlendirilmiş Sabit Parite (Crawling Peg)	Nominal döviz kuru periyodik olarak belirli göstergelere göre ayarlanır. Çok dar bir aralık içinde hareket eder ve sapmaları engellenir. Uygulamanın bir örneği de nominal döviz kurunun mevcut enflasyon oranının altında artacak şekilde ayarlanmasıdır. (Tablita Sistemi)	Yüksek enflasyonlu ülkelerde önemli reel kur değerlendirmelerini önler. Tablita sistemi piyasa beklentilerini yönlendirir ve belirli ölçüde kredibilitite sağlar.	Geçmiş enflasyon farklarını kullanan geçmişe dönük yaklaşım sistemde enflasyonist sürecin oluşmasına ve para politikasında döviz kurunun nominal çıpa etkisinin ortadan kalkmasına neden olabilir. Mali ve gelir politikaları uyumlu değilse Tablita uygulamasının sürekliliği sağlanamaz.	Bu sistem 1960 ve 1970'lerde Şili, Kolombiya ve Brezilya'da uygulanmıştır. En uzun uygulaması Kolombiya'dır ve önemli ölçüde enflasyonist baskı oluşturmuştur.
Ayarlanabilir Sabit Döviz Kuru (Fixed-but-adjustable Exchange rate)	Bretton Woods sistemidir. Nominal döviz kuru sabittir ancak Merkez Bankası sıkı kurallara bağlı değildir. Politika dışına çıkabilirler. Parite ayarlamaları (devalilasyon) sıkça kullanılır.	Belirsizliklerin az olduğu ortamda makroekonomik disiplin sağlar. Gerekli durumlarda devalilasyon olanağı çıkış noktasıdır ve sisteme esneklik kazandırır.	Uygulamada devalilasyonlar genelde yüksek oranlı yapılmakta, sistemde belirsizlik oluşturmakta ve enflasyonist baskılar yaratmaktadır.	Bretton Woods sisteminin 1973 yılında çöküşünden sonra pek çok gelişmiş ülke benzer uygulamaları izlemeye devam etmiştir.
Para Kurulu (Currency Board)	Kesin kurallara bağlanmış sabit kur sistemidir. Para politikasında yasal sınırlamalar mevcuttur. Para otoritesi yerli parayı yalnız yabancı para girişi karşılığı basabilir.	Kredibilitite unsurunu ençoklayıcı bir sistemdir ve zaman tutarsızlığı sorununu ortadan kaldırır.	Kredi açısından önemlidir ancak sistem esnek değildir. Önemli dışsal şoklar tamamen işsizlik ya da ekonomik aktivite yoluyla absorbe edilir. Merkez Bankası son kredi mercii fonksiyonunu yitirir.	Tarihsel olarak pek çok küçük ülke uygulaması görülmektedir. Ancak bazıları önemli dışsal şoklarda uygulamaya son vermek durumunda kalmışlardır. Günümüzde Hong Kong ve Estonya uygulamaktadır. Arjantin ve

2.2. DÖVİZ PİYASASI

Ülke içinde para birimi tek olduğu ve her yerde geçerli olduğu için, ödeme aracının değişimi diye bir sorun yoktur. Oysa uluslararası ekonomik ilişkilerde, her ülkenin kendi para birimi ve para-banka sistemi olduğu için ödeme aracının değişimi sorunu ortaya çıkar. Ödeme aracı olarak yabancı paraların alınıp satıldığı piyasaya döviz piyasası denilmektedir.

Tıpkı diğer mallar gibi alım ve satımının yapılmasına rağmen, dövizin özellikleri sebebiyle, döviz piyasasının nitelikleri diğer piyasalardan farklıdır. Döviz piyasaları yabancı paraların alınıp satıldığı ya da bir ulusal paranın başka bir paraya dönüştürülmesine olanak veren kurumsal yapılardır. Basit anlamıyla döviz piyasası; dövizin arz ve talebinin karşılaştığı zemindir (Ayyıldız, 1989:25). Döviz Piyasası, dünyadaki en büyük piyasadır. Bu piyasa aynı zamanda bilgi akışının hızlı oluşu ve işlemlerin herhangi bir kısıtlamaya tabi olmaksızın gerçekleşmesi ile en mükemmel piyasa görünümüne sahiptir.

Belirli bir coğrafi alanla sınırlı olan borsaların aksine döviz piyasası için böyle bir sınırlama düşünülemez. Döviz piyasası geniş anlamıyla düşünüldüğünde bütün dünya olarak kabul edilebilir. Herhangi bir dövizle örneğin Japon Yen'i ile ilgili işlemler Tokyo'da yapıldığı gibi aynı anda Londra veya New York'ta da yapılabilir (Bolak, 1995:10).

Döviz piyasalarının diğer piyasalardan farklı olarak iki özelliği vardır. Birincisi, döviz piyasası yerleşik bir piyasa değildir. Döviz işlemleri genelde telefon veya teleks ile yapılır. Döviz piyasalarının gelişmesi için ülkede iç ve dış haberleşme sisteminin iyi gelişmesi gerekir. İkincisi döviz piyasası uluslararası bir karaktere sahiptir. Belli bir ülke ile sınırlandırılmamıştır. Bir ülke parası örneğin sterlin yalnız kendi döviz piyasasında değil, diğer uluslararası döviz piyasalarında da işlem görür (Aksöyek, 1987:25).

2.2.1. Döviz Piyasasında Faaliyet Gösteren Kişi ve Kuruluşlar

Döviz piyasası alıcı ve satıcıların karşılaştığı bir piyasa olmaktan çok bir örgütten ibarettir. Bu piyasada işlem yapan kurumların başında büyük ticari bankalar gelir. Bankalar genel olarak müşterileri adına döviz alım-satım işleri yaparlar. Ancak bazen doğrudan doğruya kendi adlarına da hareket edebilirler. Ticari bankaların yanında belirli paralarla yapılan işlemler konusunda uzmanlaşan veya bir malı merkezdeki bankalar arası işlemlere aracılık eden "döviz simsarları (broker)" da

piyasanın bir organı durumundadır. Döviz piyasasına müdahalelerde bulunan Hazine, Merkez Bankası veya bunların görevlendirdiği resmi kuruluşlar da zaman zaman döviz piyasasını oluşturan kurumlar arasında yer alırlar (Özdemir, 1997:511). Aşağıda döviz piyasasını oluşturan bu kuruluşlara kısaca değinilmeye çalışılmıştır.

2.2.1.1. Merkez Bankası

Merkez bankası ticari bankaların, hazinenin, idari kuruluşların, yabancı merkez bankalarının ve uluslararası kuruluşların döviz arz ve talep işlemlerini karşılar. Gerekliğinde yerel kredi arzının düzenlenmesi ve kontrolü fonksiyonunu yürütür. Merkez bankaları ayıca değişken döviz kurlarını dengeleyerek veya ulusal paradaki değer kaybı ya da kazancını engelleyerek döviz piyasasına müdahalede bulunmaları nedeniyle, piyasada market-maker olarak rol oynarlar.

2.2.1.2. Bankalar

Dövizdeki arz ve talep durumunun doğal aracısı bankalardır. Bankalar döviz piyasasında müşterileri için aracılık yapmakla birlikte kendi hesaplarına da işlem yaparlar. Bu piyasada faaliyet gösteren bankaların maçları şöyle sıralanabilir. Faiz oranları ve ekonomik gelişmelerle ilgili olarak müşterilerine danışmanlık hizmetini en iyi şekilde sağlamak. Her bir döviz cinsinden istenilen düzeyde bulundurarak, bankanın döviz pozisyonunu yönetmek. Bu iki amacı yerine getirerek, bankanın kar elde etmesini sağlamak. Bankalar, döviz piyasasında doğrudan veya aracılar vasıtası ile işlem yapabilirler. Bir kısım ülkelerde, bankalarda çalışan dealerlar diğer bankaların dealerları ile karşılıklı deal (alım-satım işlemi) yapabilirken; bazı ülkelerde önce broker ile ilişki kurulur ve deal tamamlanıncaya kadar bankaların ismini gizli tutar. Broker'ların zorunlu olarak kullanımı sistemi kısıtlamasına rağmen, daha geniş bir piyasa yaratılmasına katkıda bulunur (Özdemir, 1997:511).

2.2.1.3. Yatırım faaliyetlerinde bulunan kişi ve kuruluşlar

Yatırımcılar döviz piyasasına üç nedenle katılırlar. Bunlardan birincisi, uluslararası ticaret, ikincisi direkt yatırım, üçüncüsü ise portföy yatırımlarıdır. Uluslararası ticaret yapan ve yabancı ülkede direkt yatırım yapan firmalar kur riskinden korunmak için döviz piyasasında faaliyette bulunurlar.

Firmaların fon yöneticileri yatırımlarını finanse etmek için, iyi finansman imkanları sağlamaktan sorumludurlar. Bu finansmanı sağlarken de firmanın finansman yapısını geliştirmenin yanı sıra, finansal riskini de düşük düzeyde tutmaya çalışırlar. Fon yöneticisi bunları gerçekleştirebilmek için bankacılık hizmetlerine ihtiyaç duyar. Şirketlerde fon yönetimi fonksiyonlarının yeni oluşmaya başlaması firmaların bankalara olan gereksinimlerini artırmaktadır. Bankalar, yönetim bilgi sistemlerindeki gelişmeler ve geniş şubecilik ağları ile firmaların uluslararası işlemlerdeki ihtiyaçlarına cevap verirler. Ayrıca bankalar, döviz yönetiminden sorumlu "dealing room" aracılığı ile uluslararası işlemlerde daha kolay ve çabuk faaliyet gösterme imkanı sağlarlar. Böylece döviz piyasalarında hem kendi döviz pozisyonlarını yönetmek için, hem de firmalardan gelen talepler üzerine faaliyette bulunurlar. (Gümüşeli, 1994:10).

2.2.2. Döviz Piyasasının Fonksiyonları

Döviz piyasasının fonksiyonları satın alma gücü transferi, finansman fonksiyonu ve riski azaltma fonksiyonu olarak belirtilmektedir.

2.2.2.1. Satın alma gücü transferi

Döviz piyasasının en önemli fonksiyonu satın alma gücünün transferine imkan vermesidir. Bir ihracat olayını örnek olarak alırsak burada, alıcı kendi ulusal parası karşılığında döviz talep edecektir. Satıcı ise aldığı dövizini kendi ulusal parasına çevirmek isteyecektir. Döviz piyasası bu transferi sağlamaktadır.

Uluslararası ödemelerin bir ülkeden diğerine nakit para gönderilerek yapılması genellikle söz konusu değildir. Bunun yerine ödemeler para gönderilmeden bankaların birbirleri ile olan hesaplarına alacak ve borç kayıtları düşülerek yapılmaktadır. Bankalar, uluslararası ticaretin ayrılmaz bir parçası haline gelmişlerdir.

Uluslararası ticarete, satın alma gücünün transferine imkan veren başlıca ödeme şekilleri şöyle sayılabilir. Peşin ödeme, maaş karşılığı ödeme, belge karşılığı ödeme, malın elden çıkarılmasından sonra ödeme, kredili ödeme, akreditife dayanan ödeme, poliçe ya da çekle ödemedir.

2.2.2.2. Finansman fonksiyonu

Döviz piyasasının ikinci fonksiyonu uluslararası ticari işlemler için kredi imkanları sağlamasıdır. Malların bir ülkeden diğerine gidişi süresince, ihracatçı firmanın kendisine ithalatçı tarafından yapılan siparişi imal ettiği sürede ihracatçı için, ithalatçı için de bu mal için ödeme yaptığı süre ile ülke içinde mal sattığı süre arasındaki dönem içinde kredi gerekir. Bu krediyi genellikle banka sistemi karşılar. Örneğin ihracatçı bir satış yapmışsa, ithalatçısına çektiği poliçeyi bankaya kırdırıp yerli para ile karşılığını tahsil eder.

Yani ihracatçıyı yerli banka sistemi finanse etmiştir. İhracatçının bankası bu poliçeyi ithalatçının bankasına gönderir. İthalatçının bankası akseptans verdikten sonra, poliçeyi ithalatçıya gönderir. İthalatçı malları çeker; kabul edilen poliçe ya vadesine kadar ihracatçının bankası hesabında bekletilir ya da ithalatçının ülkesindeki banka tarafından iskonto edilir. Bu tür uygulamalarla dövizle vadeli işlem yapan firmalar, döviz piyasaları tarafından finanse edilmekte ve böylece finans fonksiyonu yerine getirilmiş olunmaktadır.

2.2.2.3. Riski azaltma fonksiyonu

Döviz piyasası, döviz kuru riskinin profesyonel risk yüklenicilerine devredilmesini sağlayarak döviz kuru değişikliklerinden korunma yöntemleri sunar. Döviz kuru sabitse ve döviz kontrolü mevcutsa, bir firmanın elinde ABD Doları, İngiliz Sterlini, Avrupa Euro'su gibi çeşitli dövizler bulunması önemli değildir. Bir para diğerine sabit kurdan serbestçe çevrilebilir. Fakat bu kur değişiyorsa, bir firmanın borçları ve alacaklarının farklı dövizler itibarıyla olması, bir döviz riski yaratır. Vadeli döviz piyasası, bu riski azaltacak işlemlerin yapılmasını sağlar (Aksöyek, 1987:26).

Örneğin Amerika'da faaliyet gösteren bir firmanın Almanya'dan 8.000 ton kömür sipariş ettiğini varsayalım. Kömürün tonunun Almanya'da 90 € ve o gün için New York'ta geçerli döviz kurunun 1 \$ = 0,80 € olduğunu varsayarsak, firmanın kömür ithalatı ile ilgili olarak maliyeti yapılan diğer giderler hariç 900.000 \$ olacaktır. Ancak, kömürün Amerika'ya ulaşması aşamasında geçen sürede döviz kurunda değişiklik meydana gelebilir. Böyle bir değişim olduğunu ve yeni kurun 1\$ = 0,75 € şeklinde belirlendiğini kabul edelim. Bu durumda ithalatçı kömür için 900.000 \$ yerine 960.000 \$ ödemek zorunda kalacaktır.

İthalatçı aradaki bu zararı karşılayabilmek için vadeli döviz piyasasına girip, örneğin üç ay sonra teslim kaydı ile 720.000 € satın alabilir. Vadeli döviz piyasasında üç ay vadeli dövize uygulanan kurun $1\$ = 0,78 \text{ €}$ olduğunu varsayarsak ithalatçı vadesi geldiğinde 923.077 \$ ödeyerek 720.000 € satın alacak ve bu parayla ithalatını gerçekleştirecektir. Üç ay sonra döviz kuru ne olursa olsun ithalatçı için durum değişmeyecektir. Böylece döviz kuru değişikliğine karşı korunmuş olacaktır.

2.2.3. Döviz Piyasasının Tanımı

Döviz Piyasası dünya ölçeğinde bir piyasa olduğu için belirli kurallara göre düzenlenmiş bir iktisadi oluşum değildir. Daha çok kendi işleyişini kendisi düzenlemektedir. Başka bir deyişle, kurallar, özel kişi veya kurumların kararlarına göre oluşmakta ancak, işlemler organize borsalarda gerçekleştirilmektedir. Mevcut tüm bilgilerin eksiksiz ve en hızlı biçimde döviz kurlarına yansması, döviz piyasasını, işleyiş açısından en mükemmel piyasa haline getirmektedir. Bunu sağlayan neden, bu piyasanın kesintisiz çalışma özelliğidir (Bolak, 1995:10).

Döviz piyasasında bir işlemin ortaya çıkışı şu şekilde açıklanabilir: Bir ABD şirketi yabancı bir ülkeye, örneğin Japonya'ya ihracat yapacağı zaman Japon ithalatçının, ABD'de üretim yapan ve hizmet veren bir kişiye yerel para, yani dolar ödemesi gerekir. ABD ve Japonya arasındaki bu alışverişi sonuçlandırmak için iki yol vardır. Amerikalı ihracatçı Japon ithalatçıdan ya ABD Doları ya da Yen cinsinden ödeme yapmasını ister.

Eğer ödeme dolar cinsinden olacaksa, ithalatçı Japon döviz piyasasına Yen satarak ABD Doları alır. Eğer ödeme Yen cinsinden olursa, ihracatçı ABD Doları almak için Yen satar. Görüldüğü gibi, her iki durumda da döviz piyasasında Yen satılıp ABD Doları alınır. Bazen iki ülke arasındaki işlem üçüncü bir ülkenin parası ile yapılır. Bu durum iki ülke arasındaki ticaretin çok sık olmadığı, iki ülkenin de zayıf paraya sahip oldukları durumlarda gerçekleşir. Yine, ithalatçının kendi ülkesinin parasını satarak, üçüncü ülkenin parasını alması; ihracatçının da üçüncü ülkenin parasını satarak, kendi ülkesinin parasını alması için döviz piyasasına ihtiyaç vardır (Gümüşeli, 1994:13).

2.2.4. Döviz Piyasasının Tarihsel Gelişimi

Günümüzde artık uluslararası döviz, para ve sermaye piyasaları doğal bir olgu olarak görülmektedir. Çeşitli ülkelerin birbirinden büyük farklılıklar gösteren ekonomik politikalarının varlığına, üretim yapılarının ve faktör donanımlarının değişikliği ve çeşitliliğine ve hatta çok değişik kültürel ve siyasal biçimlenmelere karşın; kendine özgü kuralları ile bütün bu değişik ülkelerin ihtiyaçlarına cevap veren bir uluslararası mali piyasanın varlığı kendisini tartışmasız biçimde kabul ettirmiş durumdadır. Dünyadaki ülkeler uluslararası para yönetiminde farklı sistemler denemişlerdir. Hiçbir sistem tam olarak tatmin edici olmamış ve kriz dönemleri daha sonraki denge dönemleri ile düzeltilmiştir. Değişiklikler genellikle kriz dönemlerinde veya kriz dönemlerinden sonra olmuştur. Altın standardı, Bretton Woods Sistemi, Uluslararası Para Fonu, Smithsonian Anlaşması ve Snake (Avrupa Yılanı) 20. yüzyılın uluslararası para sistemi tarihinin bir bölümünü oluşturur.

2.2.4.1. Altın standardı (1880-1914)

Altın standardı 1880'li yıllardan I. Dünya Savaşına kadar olan dönemde uluslararası para sisteminin esasını oluşturmuştur. Sistemin temelini, değişim oranları altına göre saptanmış sabit kurlar teşkil etmiştir. Altın standardı kendi içinde altın sikke standardı ve altın külçe standardı olmak üzere iki grupta incelenebilir.

2.2.4.1.1. Altın sikke standardı

Bu sistemde altın ikili bir rol yüklenmiştir. Altın bir yandan uluslararası ödemelerde ödeme aracı rolünü oynarken, bir yandan da yurtiçi piyasada ödeme ve değişim aracı rolünü yürütür. Altının tüm bu fonksiyonları düzenli bir biçimde yürütebilmesi dört şartın varlığı ile mümkün olur:

Bu şartlar şu biçimde ifade edilebilir.

1. Merkez Bankası belli bir sabit fiyat üzerinden sınırsız olarak altın alış ve satışını garanti edebilmelidir.
2. Herkes altın eritebilme ve değişik amaçlarda kullanabilme hakkına sahip olmalıdır.
3. Herkes elindeki altın karşılığında devlet darphanelerinde altın sikke bastırabilme hakkına miktar kısıtlaması olmaksızın sahip olmalıdır.
4. Altın ithali ve ihracı üzerinde herhangi bir kısıtlama

bulunmamalıdır.

Yukarıda belirtilen şartların varlığı, altın sikkelerin itibarı değeri ile metal değerinin zaman içinde daima eşit olması sonucunu doğurur. Bu durumda piyasadaki likidite, altın üretimi ile sinai kullanım için gerekli altın miktarı tarafından belirlenir.

2.2.4.1.2. Altın külçe standardı

Altın külçe standardında esas olarak kullanımda banknotlar egemendir. Yurtiçi ödemeler çok büyük ölçüde banknotlarla yapılmakla birlikte, bu banknotlar merkez bankalarında altına çevrilebilme özelliği taşımaktadırlar. Ancak, banknotun ortaya çıkışından hatırlanacağı gibi, altın külçe standardına %100 karşılık yerine kısmi altın karşılığı bulundurabilme, dolayısıyla da parasal otoritelerin ek para yaratabilmeleri olasılığı ortaya çıkmış olmaktadır. Altın külçe standardında altın rezervleri tedavüldeki banknotların bir bölümünü karşılar ve ancak altın rezervlerinin düzeyi tedavüldeki paranın sürekli olarak altında seyreder.

Altın sikke ve altın külçe standartları birlikte düşünüldüğünde, altın standardında uyarlama mekanizmasının otomatik özelliğine dikkat edilmelidir. En azından, teorik platformda, ödemeler dengesinde oluşacak dengesizlikler, altın standardında otomatik olarak düzelme eğilimine girer. Ödemeler dengesi açığı veren bir ülkeden diğer ülkelere doğru bir altın akımının ortaya çıkması, ülkedeki para hacminin daralması ve deflasyonla sonuçlanır. Bu yolla ortaya çıkan ülkelerarası fiyat düzeyi farklılıkları ise, açık veren ülkenin mallarının ucuzlaması yolu ile ödemeler dengesi açıklarını kapama yolunda bir etki ortaya çıkarır. Altın akımına konu olan ülkelerde ortaya çıkan enflasyonist etki ise tam tersi bir sonuç ortaya çıkarır ve bu nedenle de açık veren ülkenin dengeye doğru hareketi için bir başka açıdan zemin hazırlanmış olur.

Sonuç olarak sistemin sahip olduğu otomatik uyarlama mekanizması nedeni ile altın standardında kurlar istikrar özelliği arz eder ve sadece alt ve üst altın noktaları adı ile bilinen dar bir marj içinde dalgalanma gösterir. Bu marjların dışında uyarlama mekanizması devreye girerek altın partilerinin oluşması yönünde bir etki ortaya çıkarır. Sistemin bu özellikleri nedeniyle, dünya ticareti ve mali akımlar açısından kur risklerinden büyük ölçüde uzak, istikrarlı ve belirgin bir ortam oluşur.

2.2.4.2. Dünya savaşları arası dönem (1918-1939)

Uluslararası para sistemi açısından 1918-1939 döneminde altın standardının çözümlenmesine tanık olunmuştur. Altın standardındaki uyarılma mekanizmasının sancılı sosyal maliyetleri ile birlikte, harp ekonomilerinin büyük finansman gereksinimleri, giderek ülkeleri altın standardının temel ilkeleri ile uzlaşmaz tavırlar almaya zorlamıştır. Savaş sonrasında da altın standardının yeniden tesis, savaş sonrası enflasyonu nedeni ile daha da zor bir hal almıştır.

Bu dönemde, çeşitli ülkelerdeki değişik enflasyon oranları, kurlar arasındaki ilişkileri alt üst etmiştir. Bazı ülkelerin de aynı araca başvurmaları sonucunu doğurmuştur. Bu açıdan bu dönem "rekabetçi devalüasyonlar dönemi" olarak da adlandırılmaktadır. Dönemin bir diğer önemli gelişmesi ise bazı ülkelerin sahip oldukları uluslararası rezervlerin düzeyini koruyabilmek için kambiyo kontrollerine başvurmalarıdır. Bu dönemde ülkelerarası sermaye akımları önemli ölçüde sınırlandırılmıştır. İhracattan ya da mali işlemlerden kaynaklanan döviz gelirlerinin devlete aktarılması zorunluluğu getirilmiştir. Yine benzer biçimde, ithalat ya da mali işlemlerden kaynaklanacak döviz hareketleri üzerindeki merkezi kontroller yaygın bir uygulama halini almıştır.

2.2.4.3. Bretton Woods sistemi (1944-1970)

İki savaş arasında yaşanan tecrübeler ve bunların II. Dünya Savaşından sonra da tekrar yaşanabileceği kuşkusu serbest, istikrarlı ve çok taraflı bir para sistemi de kullanılması fikrini doğurmuştur. Bu kapsamda yapılan çalışmalarla, Temmuz 1944'de ABD'nin Bretton Woods kentinde 44 ülkenin katılımıyla yapılan görüşmelerde, yeni bir sistemin oluşturulması kararlaştırılmıştır. Aynı zamanda bu sistemin gözetimcisi olarak da IMF'nin temeli atılmıştır.

Altın standardı sisteminin temelinden yola çıkan yeni mali sistemle istikrarlı döviz kurları olan uluslararası bir para sistemini kurma, mevcut kambiyo kontrollerine son verme ve bütün dövizlere konvertibilite getirme amaçlanmıştır. Bu sistem aşağıdaki esaslara dayandırılmıştır.

- (30,594 gr) = 35 USD paritesi ile altına bağlanmıştır.
- ABD dışındaki üye ülkeler ulusal paralarının değerini ABD dolarına bağlamaktaydılar.
- ABD doları da bir ons altın (30,594 gr) = 35 USD paritesi ile altına bağlanmıştır.

- Söz konusu parite aynı zamanda dolar ibrazı karşılığında altın satacağı yolundaki ABD garantisini de içermiştir.
- İstikrarlı döviz kurlarına yönelik amaç her üye ülkenin kendi parasının dolara karşı paritesini tesbit etmesi ve bu paritenin merkez bankası işlemlerinde kullanılması sırasında en fazla +/- l'lik marj sınırı içinde dalgalanacağını garanti etmesi şeklindedir.
- Böylece sabit kura dayanan sistemden sapma yapılmaması için her ülkenin ilan ettiği paritenin değiştirilmemesi, yani devalüasyon-revalüasyon yapılmaması esas alınmıştır. Üye ülkeler önce iç önlemler ile sorunlarını çözmeye çalışacaklar, başarı elde edemedikleri takdirde %10'a kadar bir parite değişikliğini doğrudan, %10'u aşarsa IMF'nin onayını alarak yapabileceklerdi.
- Ödemeler dengesi güçlüğü çeken ülkeleri aceleci kur değişikliklerinden ya da dünya ekonomisine zarar verecek ticari kısıtlamalar yapmaktan caydırmak amacıyla bir destekleme fonu kurulmuştur: Bu fon IMF'nin tanıdığı Ordinary Drawing Rights (Olağan Çekme Hakları) fonudur. Rezervleri yetersiz hale gelen ülkeler açıklarını kapatmak için bu fona başvurabileceklerdi. Her ülkenin bir kotası olacaktı.

Yukarıda açıklananlardan da anlaşılacağı gibi, ABD doları altına konvertibil tek para olarak ayrıcalıklı bir yere sahip olmuştu. Fakat öte yandan bir bütün olarak sistemin geleceği de doların geleceğine bağlanmış oluyordu.

Bretton Woods'da temeli atılan uluslararası para sistemi 25 yıl kadar devam edebildi. 1958'in sonuna doğru, bütün Batı Avrupa paraları konvertibil olduktan hemen sonra, sorunlar ortaya çıkmaya başlamıştı. 1958-1960 yıllarında ABD ödemeler dengesindeki büyük açık (11,2 milyar USD) altına hücumu başlatmış ve 1951'den beri ilk kez altının ons'unun 35 doları üzerine çıkmasına neden olmuştu. Bu kriz merkez bankalarının bir birlik (pool) oluşturup piyasa işlemleriyle altın fiyatının resmi sınırdan tutmayı başarmaları ile atlatılabilmiştir. Fakat daha sonra bazı ülkelerin büyüme hızlarının farklı olması gereği karşısında mali tablo tekrar karışmaya başladı. Ödemeler dengesi fazlalıklarından dolayı 1961'de Alman Markı ile Hollanda florini'nin değeri düşürüldü. Sterlin ise 1963'den başlayarak baskı altına girdi ve desteğe rağmen 1967'de değeri düşürüldü. Altına hücum tekrar

canlandı. Altın kayıpları 1968'de merkez bankalarını altın birliğini terk etmeye zorladı ve sonunda sabit döviz kurları sistemi çöktü.

Aralık 1971'de ABD, Japonya ve belli başlı Avrupa ülkelerinin dövizlerini revalue etmeleri şartı ile doları devalue edeceğini açıkladı. Aslında bu genel bir kur ayarlaması ile eski sabit kur sistemine geri dönüşü ifade ediyordu. 17 Aralık 1971'de yapılan toplantıda, Smithsonian Anlaşması çerçevesinde ABD, resmi altın fiyatını ons başına 35 dolardan 38 dolara yükseltmeyi taahhüt etti. Bu da doların %7,9 devalue edilmesi anlamına geliyordu. Karşı tepki olarak Japonya ve Avrupa ülkeleri paralarını revalue ettiler. Ortaya çıkan pariteler referans olarak kullanılmaya başlandı. Şubat 1973'de ABD'nin altın fiyatını 42,22 dolara çıkararak devalüasyon yapması ile doların altına karşı konvertibilitesi önemini kaybetti. Böylece sabit kur pariteleri ile birlikte Bretton Woods sistemi de tarihe karışmış oldu (Erdemol, 1989:103).

2.2.4.4. Özel Çekme Hakları (SDR)

1960'lı yıllarda dünya ticareti hızla genişlemiş ve aynı yıllarda altın üretimi durgunlaşmıştı. Merkez bankalarındaki döviz rezervlerinin artışı ancak ABD'nin ödemeler dengesinin açık vermesiyle mümkün olabilirdi. Bu beklentinin gerçekleşmemesi durumunda, uluslararası likidite darlığı oluşacağı ve bunun tehlikeli boyutlara varacağından korkuluyordu. Bu riski dikkate alan IMF üyesi ülkeler, bir kaç yıllık bir hazırlık aşamasından sonra SDR'i oluşturmaya karar verdiler. SDR, olağan çekme haklarının aksine bir kredi biçimi değil, mevcut altın ve dolar rezervlerini ele alabilecek döviz rezervleridir. Bu nedenle SDR sadece merkez bankaları ile IMF arasında veya iki merkez bankası arasında işlem gören bir uluslararası döviz birimidir. Prensip olarak SDR döviz piyasalarında alınıp satılan bir dış ödeme ve piyasalara müdahale vasıtası değildir. Oynadığı rol SDR hakkına sahip olan merkez bankalarına diğer bir üye merkez bankasından döviz satın alma yetkisini vermesidir. Karşılıksız olarak yaratılan bir rezerv imkanındır. SDR'nin üye ülkelere tahsisi IMF yönetim kurulu tarafından yapılır. Bir üye ülke ödemeler dengesi açığı ile karşılaşır SDR hakkını IMF'nin belirlediği bir döviz ile değiştirebilir. Böylece açık, SDR'nin kendisi ile değil, onun karşılığında alınan döviz ile finanse edilir.

1981 Ocak ayında IMF ABD doları, Batı Alman Markı, Japon Yeni, Fransız Frangı ve İngiliz Sterlini gibi beş para biriminden oluşan bir sepet belirlemiştir. SDR'nin değeri günlük bazda bu para birimlerine göre hesaplanır ve dolar cinsinden

belirlenir. Örneğin 3 Ocak 1985'deki SDR değeri şu şekilde hesaplanmıştır: USD = SDR 0,32335 (1,02196/3,1605) olur.

2.2.4.5. Avrupa Para Sistemi (EMS) ve Avrupa Para Birimi (ECU)

Avrupa Ortak Pazarına üye ülkeler, ekonomik ve parasal istikrarı sağlamak ve sabit döviz kuru sisteminde Avrupa Topluluğu ülkelerinin paraları arasındaki parite farklılıklarını azaltmak için paralarını dolara karşı dalgalanmaya bıraktılar. Bu birlikte dalgalanmaya "Avrupa Para Yılı" adı verildi. 1971'de ise dalgalanmanın +%2,25'lik bir "tünel" içinde olmasına karar verildi.

1972 yılında İngiltere ve 1973 yılında da İtalya "yılan"dan ayrıldı. Sonuç olarak "yılan" başlangıçta beklenen rolünü başaramamıştır. Bununla beraber, "yılan"dan kazanılan deneyimle 1979 yılında Avrupa Para Sistemi kurulmuştur.

Avrupa Topluluğu (AT), dünyadaki en büyük ticaret topluluğudur. Üye ülkeler arasındaki farklı politikalar ve gümrük tarifeleri nedeniyle rekabet açısından AT'nin ABD ve Japonya ile boy ölçüşememesi, üye ülke paraları arasındaki dalgalanmalarla kendini göstermiştir. 1974 petrol krizindeki kur tutarsızlıkları da bu olumsuzluğa eklenince, Mart 1979'da EMS'nin kurulmasına karar verilmiştir. EMS'nin amacı Avrupa'nın ticaret ve sanayinin ABD'ye benzer bir canlılık göstermesini temin etmek ve dolayısıyla ABD hacminde bir ortak Pazar için yeterli ekonomik mali bir temel el hazırlamaktır.

Sistemin para birimi olarak ECU (European Currency Unit) üye ülkelerin dövizlerinin iştiraki ile oluşan ortak bir para birimidir. Bu yolla üye ülkeler paralarının birbirleri karşısındaki dalgalanmalarını asgaride tutma konusunda anlaşmaya varmışlardır (Gümüşeli, 1994:15).

2.2.5. Döviz Piyasasının Türleri

2.2.5.1. Spot Döviz Piyasası

Döviz piyasalarında "spot" işlemi iki taraf arasında yapılan ve bir dövizin satın alış anlaşmasının telefon veya teleks gibi iletişim araçları aracılığıyla ayrıntıların belirlenerek hemen sonuçlandırılmasını öngören ve işleme konu olan dövizlerin iki tarafın hesaplarına giriş valör tarihlerinin bu anlaşma tarihinden iki iş günü sonrası valörüyle gerçekleştirildiği bir işlem türüdür (Erdoğan, 1994:23).

Spot işlemler, dövizlerin alım satım anlaşmasının bugün yazıldığı fakat fiziki fonların iki iş günü sonra el değiştirdiği işlemlere verilen addır. Spot piyasalarda, alım-satımına konu olan dövizlere, o andaki, yani cari kur uygulandığından, bu kurlara "Spot

Kur" denir. Peşin esasa göre yapılan spot işlemler genelde bankalarca dolar karşılığında yapılır (iki uçlu arbitraj). Ancak müşteriler ve küçük bankalar dolar üzerinden gitmeksizin dolar dışındaki döviz karşılığında da talepte bulunabilirler. Bu piyasada bir alış kuru (bid rate), bir satış kuru (offer rate) vardır. Yani iki taraf ve iki döviz cinsi vardır.

Bankalar döviz alım-satımı işini kar amacı ile yapmaktadır. Bunu herhangi bir ticaret işlemi gibi düşünmek mümkündür. Herhangi bir tüccar bir malı belli bir fiyattan alıp, daha yüksek bir fiyata satıp, genel giderlerini karşıladıktan sonra kar etmek isteyecektir. Aynı durum döviz ticaretinde de geçerli olup, banka dövizini belli bir fiyattan satın alacak bunu genel gider ve karını da kapsayacak şekilde daha yüksek bir fiyata satacaktır. Alış ve satış, kurları arasındaki farka da, alış-satış farkı (bid offer spread) denilmektedir (Özdemir, 1997:514).

Örneğin €/ \$ paritesinde alış kurunun 1,2307, satış kurunun 1,2317 olduğunu düşünürsek alış-satış farkı 10 puan olacaktır. Burada alış-satış farkı sabit olmayıp, piyasa şartları, stok eritme, işlem miktarı gibi etkenler bu farkı etkileyecektir. Fark ne kadar az olursa, işlem müşteri için o kadar iyi olacaktır.

2.2.5.1.1. Endikatif kur

Müşteri bankalardan spot kur sorduğunda, Reuter ya da Telerate ekranlarının spot döviz sayfasındaki kuru, yani "Endikatif Kuru (Indication Rate)" verecektir. Endikatif kurlarla bankalar işlem yapmak zorunda olmayıp, son derece dinamik olan bu piyasa ortamında süratle değişen kurlar nedeniyle, ancak müşterinin kesin talimatı vermesi halinde kesin kuru (firm rate) verebilmektedir.

Bu piyasalarda yaygın olarak direkt kotasyon uygulanmakta ve spot işlemlerin çok büyük bir kısmına karşı yapılan işlemlerin oluşturduğunu belirtmek gerekir.

2.2.5.1.2. Döviz pozisyonları

Uluslararası para piyasalarında, döviz mevcudu tutan kurumların pozisyonlarını ifade eden aşağıdaki bazı tanımların bilinmesinde yarar bulunmaktadır. Kuruluşun, bir döviz cinsinden sahip olduğu aktiflerin, aynı döviz cinsinden olan pasiflerden daha fazla olması durumunda "uzun (long)" veya "overbought" döviz pozisyonu olduğunu göstermektedir. Bir döviz cinsinden sahip olunan aktiflerin, aynı döviz cinsinden olan pasiflerden daha az olması

halinde "kısa (short)" ya da "oversold" döviz pozisyonunun olduğunu göstermektedir. Bir döviz cinsinden aktiflerin aynı döviz cinsindeki pasiflere eşit olması halinde döviz pozisyonu "dengeli (square)" olur.

2.2.5.2. Forward (vadeli) piyasalar

Gelişmiş ülkelerdeki ekonomik ve siyasi olaylar ve bu olayların birbirleriyle olan ilişkileri döviz piyasalarındaki fiyatların her an değişiklik göstermesine yol açmaktadır (Özdemir, 1997:515).

Bretton Woods sisteminin ortadan kalkmasıyla gerek dış ticaretle uğraşan firmalar ve gerekse döviz pozisyonu tutan finansal kuruluşlar bir taraftan kur riski, diğer taraftan uluslararası para piyasalarında meydana gelen faiz oranlarındaki dalgalanmaların neden olduğu faiz riski problemi ile karşı karşıya kalmışlardır. Özellikle 1980'li yıllardan sonra değişken faizli borç verme işlemlerinin ağırlık kazanmasıyla birlikte, anılan risklerin ortadan kaldırılmasına yönelik yeni finansal ürün ve teknikler gelişmiştir (Erdoğan, 1994:24).

Forward piyasalar da bunlardan biridir. Buna göre iki para birimi arasındaki değişim oranı bugünden belirleniyor ve değişim işlemi gelecekte bir tarihte yapılıyorsa bu tür döviz piyasalarına forward döviz piyasası denilmektedir. Geçmişte oldukça eski olan Forward piyasaları yeni gelişen ihtiyaçlar doğrultusunda kendilerini yenileyebilmiş, yeni buluşlar getirebilmiş ve mali risk yönetiminde ciddi bir alternatif olma özelliğini sürekli koruyabilmiştir.

Peşin esasa göre yapılan spot işlemlerin aksine forward işlemlerinde dövizlerin alım ve satımı spot valöründen daha ileri belirli bir tarih itibarıyla yapılmaktadır. Bunun amacı ileride ortaya çıkabilecek kur riskini bertaraf etmektir. Forward işlemi, ticari, mali ve sadece kar elde etmeye yönelik (spekülatif) amaçlarla yapılabilir (Özdemir, 1997:515). Örneğin uluslararası faaliyet gösteren bir firmanın üç ay sonra belirli miktar ve cinsteki bir dövize ihtiyacı varsa; firma, bugünden bir anlaşma yaparak, 119 ay sonra teslim edilmek üzere ihtiyaç duyduğu dövizini satın alabilir. Burada beklentiler dikkate alınarak 119 ay sonrası için iki para arasında bugünden bir kur belirlenmektedir. İşletme üç ay sonraki spot kur ne olursa olsun dövizini belirlenen kur üzerinden satın alacaktır (Aksöyek, 1987:33).

Spot ile forward piyasaların birbirleriyle yakın ilgisi olmakla birlikte, aralarında bazı temel farklılıklar da bulunmaktadır. Bunlar; spot piyasaların aksine forward kurlar arz-talep güçlerine bağlı olarak fazlaca değişmezler. Yine spot

piyasalarının aksine forward outright (düz forward) olarak ifade edilmeyip, spot kura eklenen veya çıkarılan primler şeklinde ifade edilirler. Spot'tan bağımsız olarak faiz farklılıklarına dayalı ticaret kendi başına bir iş alanı haline gelmiştir (Özdemir, 1997:516).

2.2.6. Döviz Piyasasında Denge

Döviz piyasasında yapılan işlemler üç önemli ihtiyaca cevap verir:

- Yabancı paralarla ifade edilen bugüne veya geleceğe ait çeşitli ticari ve mali işlemleri en düşük maliyetle gerçekleştirmek (Hedging).
- Kambiyo riskini isteyerek göze almak suretiyle bir sermaye kazancı sağlamaya çalışmak (spekülasyon).
- Belli bir anda bazı para cinsleri veya vadeleri için diğerlerinin üstünde veya altında verilmiş döviz kuru ya da faiz oranı kotasyonları olduğunda, bu farklılıklardan kazanç sağlamak (Arbitraj). Döviz piyasasındaki dengenin oluşumu, bu üç işlemi gerçekleştirenlerin tutum ve davranışlarına bağlıdır: Korunma amacıyla işlem yapanlar, spekülâtörler, arbitrajcılar.

2.2.6.1. Hedging (Korunma)

Ekonominin araçlarından biri olan Hedging, bugünden gelecekteki fiyat riskine karşı korunma anlamına gelmektedir. Hedging, fiyat dalgalanmalarının yol açtığı zarar riskini azaltma yöntemidir. Birbirinin aynı yada çok benzer malları eşit miktarlara ayırarak iki farklı piyasada aynı anda satma ya da satın alma işlemidir. Bir tahıl tüccarının mısır satın alması ve aynı anda aynı miktarda mısırı gelecekte, belli bir tarihte teslim etmek üzere satması gibidir. Tüccar böylece riski, fiyat hareketlerini tahmin etme becerisine güvendiği bir spekülâtöre aktararak kendini fiyat değişikliğinin yol açtığı zarara karşı korumuş olur. Hedging, mal ile yapılabildiği gibi döviz kur dalgalanmalarından korunma amacıyla yabancı para cinsinden oluşturulabilir. Diğer bir Hedging tanımı da; nakit piyasada bulunan bir pozisyondan oluşan riskleri, diğer piyasalarda (future, options, vs.) pozisyon alarak korunmasıdır (Hedging, Milliyet, 27.10.2006).

2.2.6.2. Spekülasyon

Spekülasyon, ileride bir kazanç elde etmek ümidiyle bilerek risk üstlenmektir. Kambiyo alanında, kendini döviz pozisyonuna sokan ve böylece bilerek kambiyo riski alan kimse spekülatör olarak adlandırılır. Spekülatör, ileride döviz kurlarındaki değişimin, kendisine bir sermaye kazancı sağlayacağını limit eder. Ticari işlemlere bağlı olarak yapılan kambiyo işlemlerinin aksine, spekülasyon işlemleri genellikle tek başına yapılabilen yani herhangi bir ticari ya da mali faaliyete bağlı olma zorunluluğu bulunmayan işlemlerdir.

Frank'ın dolar karşısında değer kaybedeceği öngörüsünde bulunan ve bu yönde oynayarak kazanç temin etmek isteyen bir birey düşünelim. Bu birey, bilerek, dolar üzerine uzun pozisyon alacak, başka bir deyişle net dolar varlıklarını artıracaktır. Bu işlem için iki ayrı yol izlenebilir. Nakit döviz pozisyonu almak. Bunu şöyle açıklayabiliriz.

1. Dolar nakit olarak satın alınacak.
2. Plase edilecek
3. Nihayet dolar karşısında frangın değeri düştüğü zaman satılacak.

Vadeli döviz pozisyonu almak: Değer kazanacağı beklenen parayı spot piyasadan almak yerine, birey ya da kuruluş, bankasına vadeli bir satın alma talimatı vermekle yetinir. Bu yöntemin avantajı açıktır: Talimatı veren kişi veya kuruluş, nakit sıkıntısına düşmeden ve borçlanmadan hatırı sayılır tutarlarla işlem yapabilecek, sermaye kaybı (ya da kazancı) bankanın tahsis edeceği nakit için talep edeceği miktar kadar artmak (veya kazancı azalmak) üzere, kur farkıyla sınırlı olacaktır.

Spekülasyon ister spot alışla ister vadeli alışla yürütülsün, eğer, franktaki fiili değer kaybı, frank ve doların faiz oranları arasındaki farktan daha fazla ise dönem sonunda bu işlem karlı olur.

İstikrarlı bir dönemde, kambiyo kurları üzerindeki hareketler geçici olduğundan, spekülasyon piyasada dengeyi sağlar. Örneğin doların değer kaybettiğini ve bu değer kaybının geçici olduğuna inanıldığını varsayalım. Spekülatörler, doların ileride yeniden değer kazanacağı beklentisiyle dolar satın alacaklardır. Aynı şekilde bu para ile ödeme yapacak olan firmalar da, onu en düşük değeriyle temin ettikleri inancıyla önceden satın alırlar. Tersine, dolara bağlı bir varlık tutan firma, kambiyo piyasasında onu elden çıkarmayı ileri bir tarihe bırakır.

Bir sermaye kazancı elde etmeye ya da bir kaybı önlemeye dönük bu spekülasyon davranışlarının istikrar sağlayıcı bir etkiye sahip olduğu açıktır.

Buna karşılık piyasalarda bir krizin ortaya çıktığı dönemlerde bekleyişlerin niteliği değişir: kambiyo kurlarındaki hareketlerin kalıcı olduğuna inanılır. Böyle bir durumda, spekülasyoncular, güçlü paralardaki değer artışlarının devam edeceği inancıyla hareket ederek onlardan satın alırlar. Aynı şekilde, değer kaybetme sürecindeki paraların da bu eğilimini sürdüreceği kanısı ile onları elden çıkarmaya çalışırlar. Böylece spekülasyon işlemleri istikrar bozucu bir hal alır. Bu tür bunalım dönemlerinde kambiyo piyasasında el değiştiren değerler büyük meblağlara ulaşır ve aynı gün içinde döviz kurları büyük değişimler gösterir (Bolak, 1995:42).

2.2.6.3. Arbitraj

Belli bir anda çeşitli mali merkezlerdeki döviz kuru farklılıklarından yararlanarak kazanç elde etme işlemine arbitraj denir. Günün her anında dünyanın başlıca mali merkezlerinde arz ve talebe bağlı olarak, belli başlı dövizlerin birbirlerine göre kurları belirlenmektedir. Bu kurlarda geçici farklar ortaya çıkabilir ve kambiyoocular bu durumdan kazanç sağlar. Arbitraj bir "ucuza al, pahalıya sat" işlemi olmakla birlikte, normal ticaret faaliyetlerinden tamamen farklıdır. Burada alım ve satım birbirine bağlı tek bir işlem biçiminde yapılmakta, araya bir zaman süresi de girmediği için bir risk faktörü söz konusu olmamaktadır (Seyidoğlu, 1999:300). Örneğin bir İsviçre bankasına, Almanya'dan makine donanımı ithal eden bir müşterisi, 1.000.000 EURO satın alması için talimat verir. Kambiyoocular EURO'yu en düşük kurdan satın almak amacıyla şöyle bir karşılaştırma yaparlar.

EURO'yu satın alabilecekleri en düşük doğrudan kur 1,55 CHF'dir. Bu kurdan 1.000.000 EURO satın almak için 1.550.000 CHF ödemek gerekmektedir. Öte yandan bu kambiyoocular, CHF karşılığında 1,26 CHF verip 1 dolar alabilir ve bu dolarları vererek $0,84 \text{ EURO} = 1 \text{ USD}$ karşılığı EURO satın alabilir. Böylece İsviçre'deki kambiyoocu, EURO'yu, farklı bir çapraz kur ile yani 1,55 CHF yerine, $1,26/0,84 = 1,50 \text{ CHF}$ 'dan almış olur.

Kur farkları arasındaki arbitraj, 1.000.000 EURO'yu 1,55'lik bir kurdan doğrudan satın almanın getireceği maliyete göre 50.000 CHF'lik bir kazanç sağlanmıştır (Bolak, 1995:43).

Arbitrajın ekonomik açıdan en büyük etkisi aynı ekonomik varlığın bütün piyasalarda, aynı anda tek fiyatının oluşmasını sağlamaktır. Tek Fiyat Kanunu adı

verilen bu kural gerek yurtiçi, gerek uluslararası piyasalar için geçerlidir (Seyidoğlu, 1999:300).

2.3. DÖVİZ KURU RİSKİ

Uluslararası ticaretin gelişmesi, buna bağlı olarak döviz kullanımının yaygınlaşması ve döviz işlemlerinden önemli karların oluşabileceğinin farkına varılması ile dövizle karşı ilgi artmıştır. Dövizle yönelen bu ilgiyle beraber gözden kaçırılmaması gereken önemli bir nokta da dövizin, önemli karlar sağlama imkanının yanında, önemli zararları ya da maliyetleri de beraberinde getirmesidir.

Uluslararası firmalarda, yabancı para birimi ile gösterilen varlık ve yükümlülükler, uluslararası firmanın ülkesi ile yabancı ülke arasındaki kur değışikliklerinden büyük ölçüde etkilenmekte ve bu durum uluslararası firma için ayrıca kayıp ve kazanç ortaya çıkarmaktadır. Bu yüzden de bir kur riski ile karşı karşıyadırlar (Erdoğan, 1994:112).

Kur riski, döviz kurlarında beklenmedik bir değışmenin firmanın gelir ve giderlerinde ya da genel olarak nakit akımlarında yol açtığı değışiklikler olarak tanımlanır. Diğer bir ifade ile, risk kur etkisine açık olan mali değerlerdeki beklenmedik değışmeleri ifade eder. Kur etkisine açık olan bir firmada kurlardaki değışmenin beklenen etkileri risk yaratmaz (Seyidoğlu, 1997:177)

Döviz kuru riskini etkileyen faktörler; ülkede uygulanan döviz kuru sisteminin niteliği, döviz piyasasındaki karar verici organların döviz kurunu etkileyebilme güçleri, ülkenin dış ödemeler dengesi, ülkenin ihracat ve ithalatını gerçekleştirdiği ülkelerin durumu ve uluslararası döviz piyasalarında döviz kuru hareketleri olarak belirtilebilir (Ayyıldız, 1989:66).

Döviz kuru riski ile firmalar, genellikle aşağıdaki durumlarda karşılaşmaktadırlar. Firmaların karşı karşıya kaldıkları döviz kuru riskleri aşağıda belirlenmiştir;

- İhracatçının, ihracat konusu ürün ve hizmetlerin üretim ve yerine getirilmesinde kullandığı para birimi ile ihracat tutarlarını alacağı para biriminin birbirlerinden farklı değer ve değışmeleri söz konusu ise,
- İhracatçının değışik yabancı paralarla belirtilen, belirli bir zaman boyutu içinde tahsil edilmesi ya da ödenmesi gereken alacakları ve borçları varsa ve milli paraya göre yabancı paraların

paritelerinde dalgalanmalar var ise,

- Yurt dışında hizmet gören bir mühendislik ve müteahhitlik firmasının bu hizmetin yerine getirilmesinde yaptığı harcamalar ile hizmetten doğan alacağının tutarı, farklı paralar ile ödeniyor ve tahsil ediliyorsa ve bu paraların değerleri değişim gösteriyorsa,
- Hem yurt içinde, hem de yurt dışında bir çok şubesi, ortaklığı, yatırımları bulunan çok uluslu bir firmanın üretim, ithalat ve yatırım faaliyetlerinde değişim aracı olarak kullandığı para birimi, kendi ülkesinin para biriminden başka, alacak ve borçların net varlıklarını belirten değerli belgeleri farklı dövizler üzerinden işlem ve değerlendirmeye tabi tutuyor ise, döviz riskiyle karşılaşır.

Kur riskini doğuran etken, döviz kurlarındaki nominal değil reel değişimdir. Çünkü firmanın reel gelirlerinde, borç ve alacaklarında değişimlere yol açabilecek etken budur (Söyler, 2004:3).

2.3.1. Döviz Kuru Riskinin Firmalar Açısından Önemi

Döviz kurlarındaki değişiklikler, döviz cinsinden alacakların tamamen veya zamanında tahsil edilememesi ve döviz cinsinden borçların ödenmesi için gerekli dövizin temin edilmesi sırasında firmaların zarara uğramasına neden olur.

Bu risk özellikle bankalar, ithalat ve ihracat şirketleri ve dövizle işlem yapan diğer firmalar açısından dikkate alınması zorunlu olan bir risktir. Firma yöneticileri döviz kurlarının ileride alacağı pozisyonu tahmin edebildikleri ölçüde riski elimine ederler. Yöneticiler, döviz kuru riskini elimine edebilecek işlemlerin maliyetlerini de dikkate alarak döviz zararlarını çeşitli yöntemlerle en düşük kayıp seviyesine indirmek için önemli çabalar gösterirler.

Firma yöneticileri döviz kuru riskini tahmin ederken, ellerindeki döviz fonlarının niteliğini, vadelerini, döviz cinslerini ve bu fonların sahip oldukları garantileri göz önüne almaktadırlar. Bu faktörler döviz kuru riski ve bu riskten kaçınmak için katlanılacak maliyetlerdeki değişimi belirlemektedir. Önemli olan kaçınılmaz döviz kuru riskini, en uygun yöntem ve en düşük maliyetle ortadan kaldırmak veya azaltmaktır.

Döviz yönetimi, gerektirdiği çeşitli külfetlerin yanı sıra firmalara pek çok fırsatı da yakalayabilme imkanı vermektedir. Döviz yönetiminin firmalara

sağladığı fırsatlar bankalar ve diğer firmalar açısından ayrı ayrı değerlendirildiğimizde aşağıdaki durum ortaya çıkar:

Bankalara sağladığı fırsatlar;

- Bankaların, müşterilerine döviz cinsinden hizmetler sunmaları hem döviz işlemlerinde hem de ulusal para cinsinden oluşan işlemlerinde artış meydana getirebilir.
- Bankalar, müşterilerine çeşitli döviz hizmetleri (forfaiting, factoring vb.) sunarak müşteri sayılarını ve işlem hacimlerini genişletebilirler.
- Döviz yönetimlerinin etkisi ölçüsünde, sektördeki, rekabet güçlerini artırabilirler.
- Atıl kalan fonlarını verimli bir şekilde kullanma imkanına sahip olabilirler.
- Bankaların döviz işlem hacimlerinin yüksek olması, bankaların ülke içinde ve uluslararası piyasalarda itibarının artmasını sağlayabilir.
- Etkin bir döviz yönetimine sahip olan banka karlılığını önemli ölçüde artırabilir.
- Bankacılık sektöründe önemli paya sahip olan bankaların yurt dışından kredi temini kabiliyeti de artmaktadır.

Firmalara sağladığı fırsatlar;

- Firmalar döviz yönetiminin getirdiği cari işlemlerle nakit durumundaki fonlarını daha verimli kullanma imkanına kavuşabilirler.
- Uluslararası ticareti gerçekleştirmede rakiplerine göre üstünlükler elde edebilirler.
- Firmaların döviz yönetiminde etkili olmaları, firmalara bankalar açısından önemli bir müşteri niteliği kazandırabilir, bu durumda bankalar bu tür firmalara bazı ek imkanlar sunabilir.

Firmalar uyguladıkları etkili döviz politikaları sayesinde, ticari olmayan karlarında önemli artışlar sağlayabilirler (Ayyıldız, 1989:68).

2.3.2. Döviz Kuru Riskinde Limit

Döviz kuru riskini belirleyen faktörlerin başında döviz piyasasının çalışma prensipleri ve içinde bulunduğu ekonomik şartlar gelir. Etkin bir döviz piyasasının varlığı veya olmayışı, döviz kuru sisteminin sabit veya dalgalanan nitelikte olması, faiz oranlarının sabit veya değişken olması ve ekonominin enflasyon içinde olması veya olmaması döviz kuru riskini ve döviz kuru riskinden kaçınma yollarını etkilemektedir. Döviz kuru riskinin etkin çalışan piyasalardaki durumu şöyledir: "Etkin çalışan bir döviz piyasasında rekabet güçlü ve işlem maliyetleri oldukça düşüktür. Döviz kuru değişen beklentilere göre serbestçe ayarlanabilmekte ve yeni bilgilere göre kolayca değişebilme eğilimindedir." Etkin çalışan döviz piyasası bu özelliği nedeniyle girişimcilerin, döviz spekülasyonundan önemli miktarda kar elde etmelerini zorlaştırmaktadır. Yeni ve çarpıcı bir bilginin döviz piyasasındaki az sayıda kişi tarafından haber alınıp, bu önemli bilgiye sahip olan kişilerin yaptıkları döviz spekülasyonundan, vadeli ve cari döviz piyasalarında gerçekleştirdikleri işlemlerden kısa zamanda ve büyük miktarlarda karlar elde edebilmeleri istisnai olarak gerçekleşen bir olaydır. Eğer anormal karlılıklar spekülasyonlarla yapılamıyorsa borsanın verimli çalıştığı söylenebilir. Akılcı bir döviz yönetimine sahip olmayan ve anlık spekülasyonlarla önemli karlar elde etmeye çalışan firmalar döviz kuru riskine daima maruz kalırlar.

Sabit döviz kuru sisteminde, döviz kuru riski ekonomik kararların yanı sıra politik kararlardan da etkilenmektedir. Devalüasyon beklentisi ve buna bağlı olarak hızla gelişen döviz talebi döviz kurunun varsa karaborsa fiyatını yukarıya doğru çeker. Bu durumda risk, karaborsadan alınan döviz kuru ile devalüasyondan sonra karaborsada oluşan döviz kuru arasındaki olumsuz farktır. Ortaya çıkan bu riske dövize bağlanan fonların zaman değerinin de eklenmesi gerekir. Elimizdeki mevcut fonların döviz kuru riski ise; yükselen karaborsa döviz kurundan elimizdeki döviz fonlarının satıldığı kur ile devalüasyondan sonra karaborsada belirlenen döviz kuru arasındaki olumsuz farktır.

Sabit kur sisteminde riskleri kapatma kararı sadece zarar ihtimalinin çok yüksek olduğu durumlarda yapılır. Bu durum yüksek devalüasyon ihtimalini kapsayıp genellikle gelecekte şiddetli ıskontolara neden olur.

Değişken kur sisteminde durum daha karmaşık bir hal almaktadır. Belirli bir dönemi kapsayan işlemlerde değişen kurlardaki döviz değerleri, sabit kur sisteminin aksine daha az değişiklik gösterebilir. Yine de değişken kur sisteminde dövizlerin

değerleri arz ve talebe bağlı olarak çok küçük tutarlarda da olsa sürekli değişmektedir.

Döviz kuru riski, öncelikle serbest pazarlarda döviz kurlarındaki artış ve azalışlardan ortaya çıkmaktadır. Bu riskin düzeyi aşağıdaki faktörlere bağlı olarak belirlenmektedir.

1. Döviz kuru değişme olasılığı,
2. Muhtemel kur değişmesinin boyutları,
3. Döviz tutarının düzeyi.

Ayrıca döviz kuru riski aşağıdaki faktörlerle doğru orantılı olarak artmaktadır.

- İki işlem (alım ya da satım ile karşıt işlem) arasındaki sürenin uzunluğu,
- İşleme konu olan dövizin paritesindeki dalgalanma eğilimi

Bu iki faktör birbirleriyle yakından ilgilidir. Bu nedenle, birçok banka döviz işlemlerine aracılık eden personeline her döviz için günlük maksimum ve minimum limitler saptamaktadır. Bu limitlerin üzerine çıkılması kur riskini artıracağı için yasaklanmaktadır.

Ülkenin parasının değerinin düşmesi ve enflasyonun artışı kontrol edilemiyorsa, firmalar resmi faiz oranlarıyla kredi alıp, bu kredileri döviz ve menkul kıymetlere yatırma eğilimine girerler. Devletin sübvansede ettiği faiz oranından kredi sağlamaya (bu kredi dövize yatırılmaktadır) ya da sübvansede edilmiş döviz kurlarından döviz temin etmeye çalışırlar. Firmaların bu şekilde hareket etmelerinin amacı döviz kuru riskinden kurtulmanın yanı sıra dövize bağlı olarak önemli karlar elde etmek istemeleridir.

Kur kayıplarının riskini belirleyebilmek için, firmalar belirli dönemler için tüm bilinen ya da tahmin edilebilecek olan taahhütlerini göz önüne almalıdırlar. Firmalar, döviz kuru riskinin limitini belirleyebilmek için aşağıdaki unsurları tanımlayabilmelidirler.

- Kayıtlarda bulunan döviz cinsinden borç ve alacak tutarları,
- Tahsis edilen ya da belirli bir şekilde önceden tahmin edilebilecek döviz tahmini,
- Döviz cinsinden, tüm kar payı, kullanım hakkı ve hizmet ödemeleri,
- Borç ya da yatırımlardan kaynaklanan faiz ve ana para

ödemelerinden oluşan döviz akımı,

- Tüm diğer ticari ya da mali döviz fonu alımları,
- Değeri döviz cinsinden belirlenmiş, tüm kayıtlı ya da tahmini işlemler

Burada esas olan konu, yukarıda tanımlanan döviz akımlarının zaman boyutu açısından değerlendirilmesidir (Ayyıldız, 1989:73).

2.3.3. Döviz Kuru Riski ve Çeşitleri

1970'li yılların ortalarında dalgalı kur sistemine geçiş sonucunda, dünya ekonomisi uluslararası olmaktan çıkıp uluslar aşırı hale geldi. Uluslararası ekonomiyi şekillendiren, mal ve hizmetlerden ziyade para akışlarının dinamikliğidir. Bu dinamiklik sürecinde uluslararası faaliyetlerin sürekliliğini sağlamada firmalar çok etkin bir döviz riski yönetimini gerçekleştirmek zorundadırlar (Erdoğan,1994:122)

Döviz riski, bir firmanın kendi milli parası dışındaki paralarla kambiyo işlemlerinde bulunması ya da kendi ülkesi dışında net varlık ya da borçlarının olması durumunda ortaya çıkar. Döviz kuru değiştikçe yurt dışındaki net varlıkların ya da borçların değeri ile döviz işlemlerinin değeri firmanın kendi ulusal parasına çevrildiğinde değişecektir. Döviz kazanç ya da kayıpları tutarı, döviz risklerinin türlerine tanımlara göre değişik olacaktır.

İşletmeler açısından çeşitli maliyet veya zararlara neden olan döviz kuru riski aynı zamanda kar fırsatları da doğurabilmektedir. Bu açıdan, fonları iyi yönetilen işletmelerin bu yolla elde edebileceği ek gelirlerle rekabet üstünlüğü sağlamaları, fonların verimli kullanmaları ve mali piyasada güçlü bir firma imajına sahip olmaları mümkün olacaktır.

Bir firmanın döviz kuru riskiyle karşı karşıya kalması için mutlaka uluslararası faaliyet göstermesi gerekmez. Yerel paranın yabancı paralar karşısında değerinin değişmesi sonucunda ulusal firmaların faaliyetleri de olumlu ya da olumsuz şekilde etkilenebilir.

Döviz kuru riski ile firmalar aşağıdaki durumlarda genellikle karşılaşmaktadır;

1. İhracatçının, ihracat konusu ürün ve hizmetlerin üretim ve yerine getirilmesinde kullandığı para birimi ile ihracat tutarlarını alacağı para birimi birbirlerinden farklı değer ve değişimleri söz konusu ise,
2. İhracatçının değişik yabancı paralarla belirtilen, belirli bir zaman boyutu içinde tahsil edilmesi ya da ödenmesi gereken alacakları ve

borçları varsa ve milli paraya göre yabancı paraların paritelerinde dalgalanmalar var ise,

3. Yurt dışında hizmet gören bir mühendislik ve müteahhitlik firmasının bu hizmetin yerine getirilmesinde yaptığı harcamalar ile hizmetten doğan alacağının tutan, farklı paralar ile ödeniyor ve tahsil ediliyorsa ve bu paraların değerleri değişim gösteriyorsa,

4. Hem yurt içinde, hem de yurt dışında birçok şubesi, ortaklığı, yatırımları bulunan çok uluslu bir şirketin üretim, ithalat ve yatırım faaliyetlerinde değişim aracı olarak kullandığı para birimi, kendi ülkesinin para biriminden başka, alacak ve borçlarını net varlıklarını belirten değerli belgeleri farklı dövizler üzerinden işlem ve değerlendirmeye tabi tutuyor ise, döviz riskiyle karşılaşır.

Kur riskini doğuran etken, döviz kurlarındaki nominal değil reel değişimdir. Çünkü işletmenin reel gelirlerinde, borç ve alacaklarında değişimlere yol açabilecek etken budur.

2.3.3.1. Muhasebe riski

Bilanço riski de denilen (balance sheet exposure) bu risk, yabancı döviz cinsindeki aktif ve pasiflerin yerel para cinsinden değerlerinin, bir muhasebe döneminden diğerine kadar geçen zamanda döviz kurlarındaki herhangi bir fiziki işlem olmaksızın değişimini ifade etmektedir. Bir başka deyişle, döviz cinsinden belirlenmiş aktif veya pasiflerin muhasebe kayıtları için yerel para birimi cinsine çevrilmesi ya da "tercüme edilmesi" sonucunda ortaya çıkan bir risktir.

Ülkemizde de olduğu gibi, dövizle yapılan işlemlerin muhasebe kayıtları genellikle milli para cinsinden kaydedilmesi zorunluluğundan dolayı döviz cinsinden yapılan işlemlerin yerel paraya çevrilmesi gerekmektedir. Döviz kurlarındaki bu çevrilme sırasında işletmeleri döviz kuru riski ile karşı karşıya bırakmaktadır.

Bu risk özellikle çok uluslu şirketlerin sıkça karşılaştıkları ve yönetilmesi önemli olan bir risk türüdür. Yabancı ülkelerde faaliyet gösteren bu işletmeler faaliyetlerini ilgili yabancı ülke parası ile yürütür ve bilançolarını yine bu yabancı ülke parası cinsinden tutarlar. Daha sonra yabancı ülkedeki şubelerin bilançoları ana merkezde çok uluslu şirketin bilançoları ile birleştirilir.

2.3.3.2. İşlem riski

İşlem riski beklenen nakit akımlarındaki döviz kuru hareketlerinin direk etkisinden kaynaklanan olası kazanç ve kayıplar olarak tanımlanabilir. Belirli bir vade sonra döviz karşılığı ödemede bulunacak işletme, anlaşma yapıldığı tarihteki döviz kurunda meydana gelen değişiklikler sonucu işlem riski ile karşı karşıya kalabilir. Bunun sonucunda işletme yerli para üzerinden daha fazla nakit ödemede bulunabilir. Döviz kurlarındaki olası bir değişim firmanın beklenen ya da bütçelenen nakit akışı veya harcamalarının beklenenden daha az veya çok olması sonucunu yaratabilir. Dolayısıyla firmanın karlı olabilecek bir işlemi zararla kapatması söz konusu olabilmektedir. İthalatçı firma dövizdeki bir düşüş yüzünden kaybederken, ithalatçı firma da dövizdeki bir artış yüzünden kaybedecektir (Erdoğan,1994:115).

Döviz üzerinden alacağı olan bir ihracatçı firmanın yabancı paranın kendi ülke parasına karşı değer kaybetmesinden dolayı, öte yandan döviz ödemesi olan bir ithalatçı firma, yabancı paranın değer kazanmasından dolayı zarara uğrayacaktır. Yabancı para bazında yapılacak ithalatın, yerel para cinsindeki maliyetlerinin belirsizliği, yerel paranın değer kaybetme olasılığı ithalatı riskli hale getirmektedir. Bu açıdan döviz kurlarındaki hızlı değişiklikler uluslararası ticareti olumsuz olarak etkileyen bir unsurdur.

İşlem riskinin tipik örneği, döviz cinsinden işlem gerektiren ithalat ve ihracat sözleşmeleridir. Sözleşmenin yapılması ile daha sonraki ödeme tarihi arasında geçecek süredeki olası bir kur değişikliği firmanın nakit akımlarında olumlu ya da olumsuz yönde değişiklik meydana çıkarır. Diğer bir örnek de işletmenin dövize bağlı borç alma sözleşmeleridir. Eğer, borç süresi içinde döviz kuru yükselmişse aynı miktar borcun karşılığında daha fazla ulusal para ödemek gerekir, dolayısıyla firmanın karlılığı ve reel nakit akımları azalır.

İşlem riskinin oluşmasına zaman da önemli rol oynar. Üzerinde anlaşılan fiyat ile ödeme tarihine kadar geçecek süre içinde ortaya çıkacak döviz kuru değişiklikleri ya da firmanın bilançosunu değerlendirmede kullandığı para cinsi dışındaki paralar üzerinden yaptığı cari işlemleri sonucunda oluşan nakit kayıp işlem riskine girmektedir. Uluslararası faaliyette bulunan ister küçük isterse büyük şirketlerin tümü işlem riskine maruz kalmaktadır.

İşlem riski özellikle gelirleri bir döviz cinsinden ve giderleri başka bir döviz cinsinden olan firma ve kuruluşlar (ve hatta devletler) için önem taşımaktadır. İşlem

riskine en çarpıcı diğer bir örnek de firmanın vadeli bir ithalat ya da ihracat yapması durumunda vade sonunda kurların değişmesi sonucunda zararla karşılaşmasıdır.

2.3.3.3. Ekonomik risk

Ekonomik risk, muhasebe ve işlem risklerine nazaran daha geniş kapsamlı olup, firmaların birbirlerine karşı olan rekabetçi pozisyonunu etkilemek şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Örneğin, Almanya'ya ihracat yapan bir İngiliz otomobil firması yalnızca DM'in £'e karşı değeri ile ilgilenmemekte, bunun yanında diğer ülkelerdeki rakiplerinin para birimlerinin DM karşısındaki değeri ile de ilgilenmektedir. Çünkü, İngiliz firmasının rakiplerinin paraları değer kaybederse bu firmanın ürettiği otomobiller Alman alıcılar açısından daha ucuz hale gelir ve İngiliz firmanın rekabet gücü yanında satış cirosu da o oranda düşer.

Ekonomik risk, bir firmanın anlaşmalara dayalı olsun veya olmasın, nakit akışı üzerindeki toplam döviz kuru riskini ifade etmektedir. Bir şirketin değerinin göstergesi, gelecekte beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri olduğundan, Kur değişimleri bu nakit akımlarının bugünkü reel değerini etkiler. Bu da firmanın hisse senetlerinin piyasa değeri üzerinde etkide bulunur.

Firmanın, kur değişimlerine bağlı olarak bugünkü değerindeki değişimleri PV ile, Kur değişimlerini ise E ile gösterirsek, bir firmanın kurlardaki değişimlerden etkilenmemesi için; $PV/E = 0$ olması gereklidir. Bu eşitliğin sağlanmadığı durumlarda ise firmalar kur değişimlerinin ekonomik etkisine açıktır. Bu durumun olması da kısa dönemde firmaların likidite durumunda, uzun vade de ise firmanın mali yapısında ve karlılığında etkisini gösterir (Karamustafa,1995:33).

2.4. KUR RİSKİNDEN KORUNMADA TÜREV ARAÇLAR

2.4.1. Türev Ürün Nedir?

- Bir ya da birden fazla geleneksel üründen türetilmiş yeni bir enstrümandır.
- Belirli bir formülle bu geleneksel ürünlere bağlıdır.
- Değerini bahsi geçen enstrümanın fiyat değişiminden elde eden enstrümanlardır.
- Ana para kadar yatırım yapmadan, enstrümanın ana para fiyat

değişiminden bire bir kar veya zarar edilecek pozisyonlar yaratılabilir.

- Kaldıraç avantajı sağladığından uluslararası piyasalarda türev işlemlerin işlem hacmi, enstrümanların spot hacmine göre çok yüksektir.

Türev ürünleri standart ürünlerle birleştirerek ürün çeşitliliği açısından sonsuz kombinasyonlar yaratılabilir.

2.4.2. Türev Piyasaların Tarihi Gelişimi

İlerideki bir tarihte teslimatı yapılmak üzere, herhangi bir malın veya finansal aracın, bugünden alım satımının yapıldığı piyasalara vadeli piyasalar denilmektedir. Vadeli işlem sözleşmelerine benzer sözleşmelerin alım satımı, ilk olarak 18. yüzyılın ilk yarısında Japonya ve Amsterdam'da yapılmaya başlanmıştır. 19. yüzyılın ikinci yarısında Amerika Birleşik Devletleri'nin Chicago şehrinde, günümüzde dünyanın en gelişmiş borsalarından biri olan Chicago Ticaret Kurulu'nun (Chicago Board of Trade) bu tür işlemlere başlaması ile vadeli işlem piyasaları gelişim sürecine girmiş, teknolojinin sağladığı olanaklar ve yeni ürünlerin geliştirilmesi ile dünya çapında hızla yayılmaya başlamıştır. Özellikle 1970 sonrası, Bretton Woods sisteminin terk edilmesiyle birlikte, döviz ve faiz oranlarında meydana gelen dalgalanmalar sonucu oluşan riskten korunmak amacıyla, finansal ürünler üzerine vadeli işlem sözleşmelerinin geliştirilmesi bu piyasalarda, yeni bir döneme başlatmıştır. Kullanımındaki kolaylık ve sağladığı ekonomik yararlar nedeniyle vadeli işlem piyasaları, günümüzde gelişmiş liberal ekonomilerin vazgeçilmez kurumlarından biri haline gelmiştir. İngiltere'de Liffe, Fransa'da Matif, Amerika'da Cbot, Cme, Nyc, Nymex, Almanya'da Dtb örnek olarak verilebilir.

2.4.3. Vadeli İşlem Piyasalarının Temel Fonksiyonları

Herhangi bir aşamada ticaretle uğraşan, kişi ve kuruluşlar, ticari faaliyetlerini sürdürürken, etkin bir risk yönetimi kullanmak zorundadırlar. Vadeli işlem piyasalarının, geleceğe yönelik fiyat oluşumu ve risk transferi olmak üzere iki temel özelliği vardır.

Piyasalar, spot piyasalarda işlem gören ürünlerin fiyatlarında meydana gelebilecek değişmelerin doğurduğu riski devretmek isteyen kişilere (hedger) hizmet vermekle beraber, fiyatların rekabet koşulları altında oluşmasına ve oluşan bu

fiyatların ilgili çevrelere anında aktarılarak, piyasalar hakkında gerçekçi bilgilerin edinilmesine, bir anlamda fiyat oluşumuna olanak sağlar.

‘Hedger’ olarak adlandırılan grup, riskten korunmak isteyen ve bu amaçla piyasada işlem yapan katılımcılar; ‘spekülatörle’ ise, riskten korunmak isteyen katılımcıların riskini üstlenerek kar elde etmek isteyen kişi ve kuruluşlardır.

Spekülatörler, doğal olarak herhangi bir piyasada olduğu gibi, ileriye dönük beklentiler doğrultusunda pozisyon alarak kar elde etmeye çalışırlar. Vadeli işlem piyasalarının bir diğer önemli faydası da işleme konu olan ürünün gelecekteki fiyatının oluşmasında geniş bir katılımın sağlanarak, gerçekçi fiyat oluşumuna katkı sağlanmasıdır. Örneğin spot piyasalarda fiyatlar, ağırlıklı olarak üretici, tüccar ve tekstil grubunun katılımı ile oluşurken, vadeli piyasalarda bu kesimlerin yanında diğer tüm kişi ve kuruluşlar pozisyon alarak fiyatın oluşumunda etkili olma imkanına sahiptir (Ersan, 1998:3).

Bu hususu biraz açmak gerekirse, spot piyasada işlem yapan tarafların; ilgili malın üretimi, nakli, depolanması veya işlenmesi ile ilgili bir alt yapıya sahip olmaları gerekir. Aksi halde aldığı malı koyacak yeri, işleyecek ünitesi yoksa, o alanda ticaret yapması mümkün olmayacaktır. Oysa vadeli işlemler piyasasında, malı temsil eden sözleşmelerin alınıp satılması için herhangi bir depoya işleme ünitesine katılımcılar açısından ihtiyaç yoktur. Vadeli piyasalarda küçük bir miktar teminat yatırılarak bir pozisyon alınabilir. İstenildiği an da pozisyondan çıkılabilir. Bu vesileyle fiyat oluşumuna katılmış olunur.

2.5. TÜREV ARAÇLAR

2.5.1. Forward Piyasalar

Forward piyasalarda, belirli bir varlığın (emtia, döviz, menkul kıymet, altın gibi) önceden belirlenmiş bir fiyat ve miktar üzerinden gelecekteki bir tarihte alımı veya satımını öngören sözleşmeler işlem görmektedir. Forward sözleşmelerde, alım-satım konu olan varlığın fiyatı, miktarı, özellikleri, teslim yeri, ödeme tarihi ve diğer özel şartlar taraflar arasında kararlaştırılır. Bu nedenle, her forward sözleşmesi tamamen tarafların iradeleri doğrultusunda oluşan özel bir sözleşmedir. Dolayısıyla forward sözleşmelerinde önceden belirlenmiş bir standart söz konusu değildir. Burada, forward işlemlerinin borç araçlarıyla ilgili olarak faiz oranına dayalı forward sözleşmelerini inceleyeceğiz.

2.5.1.1. Forward sözleşmeler

Forward sözleşmeleri, tarafların belirli bir süre için gelecekteki belirli bir tarihte ve belirli bir ana paraya uygulanacak faiz oranı konusunda anlaştıkları sözleşmelerdir. Forward faiz sözleşmelerinde anapara farazi olup, taraflar arasında el değiştirmemekte, sadece faiz hesaplanmasında kullanılmaktadır. Forward faiz sözleşmeleri de diğer forward sözleşmeler gibi taraflar için gelecekteki faiz oranlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanabilecek riskleri bertaraf etmek için yapılmaktadır.

Sözleşmenin vade tarihindeki piyasa faiz oranı ile kararlaştırılmış faiz oranı arasındaki fark (telafi ödemesi) karşı taraftan tahsil edilerek, sözleşmede belirlenen faiz oranından mevduat faiz geliri elde etme amacına ulaşılmaktadır. Forward faiz sözleşmesinin alıcısı, genelde belirli bir süre sonra kredi almayı planlayan, ancak, kredi faiz oranlarında yükselme endişesi taşıyan yatırımcılar iken; sözleşmenin satıcıları ise belirli bir süre sonra faiz geliri elde etmeyi planlayan ancak faiz oranlarında düşme endişesi taşıyan yatırımcılardır. Piyasa faiz oranının sözleşme faiz oranından büyük olması durumunda sözleşme satan, küçük olması durumunda ise sözleşme alan, karşı tarafa telafi ödemesi yapacaktır (www.iibf.bozok.edu.tr).

Örneğin, First National Bankası, Rock Solid Sigorta Şirketi ile 5 milyon \$ nominal değerli, %8 kupon faizli, 2015 vadeli Hazine Bonosu üzerinden bir faiz forward sözleşmesi yapmışlardır. Rock Solid Şirketi menkul kıymetleri gelecekte belirli bir tarihte satın alacağı için, forward işleminde uzun pozisyon aldığını söyleyebiliriz. First National Bankası da menkul kıymetleri satacak olan taraf olduğu için aynı işlemde kısa pozisyon almıştır (www.iibf.bozok.edu.tr).

2.5.1.2. Forward sözleşmeler ile hedging

First National Bankası, Rock Solid Sigorta Şirketi ile neden böyle bir sözleşme yapmak istemektedir? Bunun en önemli nedeni, hazine bonolarının vadesinin dolmasından önce sigorta şirketi tarafından satılması durumunda bankanın kendini faiz oranı riskine karşı korumak istemesidir. Bunu açacak olursak, elinde 2015 vadeli %8 faizli 5.000.000 \$'lık hazine bonusu bulunan banka, eğer gelecekte faiz oranları yükselirse bu bonolarının fiyatının düşeceğinden veya eğer satılırsa ortaya çıkan sermaye kaybının yönetilmesinden endişe duymaktadır. Banka, bir forward sözleşmesine girdiğinde, gelecekteki fiyatı sabitlemiş olmakta

ve eğer faiz oranlarında bir değişiklik olursa ortaya çıkacak fiyat riskini de ortadan kaldırmış olmaktadır. Bundan dolayı, faiz forward sözleşmeleri, finansal kurumların yöneticilerine faiz oranı riskini azaltmalarına imkan verir (www.iibf.bozok.edu.tr).

Sigorta şirketi neden banka ile forward sözleşmesi yapmak istemektedir? Sigorta şirketi ise, 2015 vadeli yıllık %8 faizli 5.000.000 \$'lık Hazine Bonosu üzerinden yıllık belli bir faiz geliri elde edecektir. Fakat şirket, faiz oranının gelecek 1 yıl içerisinde düşeceğinden endişe duymaktadır. Şirket, forward sözleşmesini kullanarak, yıllık faiz oranını %8'e sabitlemiş olmaktadır.

Başka bir örnek de verebiliriz: A işletmesi, 01.06.2002 tarihinde 3 ay sonra (01.09.2002) kullanacağı 1 milyar dolarlık 3 ay vadeli kredi için %10 faiz oranı üzerinden bir forward faiz sözleşmesi imzalamıştır. 01.09.2002 tarihinde piyasa kredi faiz oranı %12 olmuştur. Dolayısıyla işletmenin %2'lik bir kazancı olmuştur. İşletme forward sözleşme kazancını bankadan tahsil etmiştir.

Faiz oranı forward sözleşmelerinde taraflar, belli tutardaki ana paraya, ileri bir tarihte, belirli bir süre için uygulanacak faiz oranı üzerinde anlaşılır. Bu orana forward faizi denilir (Ceylan ve Korkmaz,2000:206).

2.5.1.3. Forward işleminin avantajları ve dezavantajları

Teknik olarak, forward faiz işlemi, borç enstrümanının gelecekteki belirli bir tarihte satışını içerir ve şu boyutları vardır: (1) gelecekte teslim edilecek gerçek borcun tanımlanması, (2) borcun miktarı, (3) teslim anındaki borç üzerindeki fiyat (faiz oranı) ve (4) teslimatın gerçekleşeceği tarih. Forward işlemi yapan bir çok uluslararası kuruluş, gelecekteki fiyatı sabitleyerek faiz değişimlerinden kaynaklanacak fiyat değişim riskini ortadan kaldırmış olacaktır. Sonuç itibarıyla vadeli faiz işlemleri şirket yöneticilerine faiz riski karşısında mücadele fırsatı vermiş olmaktadır.

Ancak, forward sözleşmeleri yaparken bu faydalarını azaltan veya kısıtlandıran iki problemle karşılaşmaktadır. Bunlardan ilki, First National Bankası gibi finansal bir kurumun her zaman forward işlemi yapabileceği bir karşı taraf bulmasının çok zor olabilmesidir. Banka ve sigorta şirketleri gibi grupları eşleştirecek çok sayıda aracı kurum bulunmasına rağmen, 2015 vadeli %8 faizli bir

Hazine bonusu üzerinden forward sözleşmesi yapacak karşı tarafın bulunması her zaman zordur. Dahası, bankanın karşı tarafı bulsa bile, Hazine Bonolarını satmayı düşündüğü fiyatın altında bir fiyattan satmak zorunda kalacaktır. Faiz oranına dayalı forward sözleşmeleri için en ciddi problem, finansal bir işlem gerçekleştirmenin zorluğu ve avantajlı olmayan bir fiyattan satmak zorunda olunmasıdır. Yani, faiz oranına dayalı sözleşmelerin yapıldığı piyasalarda likidite azlığı söz konusudur. (Likidite terimi bir piyasa için kullanılıyorsa, belli bir menkul kıymet veya varlık için geçerli olan anlamından daha geniş bir anlam ifade eder).

İkinci problem ise, forward sözleşmelerin ödenmeme riskinin olmasıdır. Ödenmeme riski ile tarafların, sözleşmede belirtilen şartları yerine getirebilecek finansal durumlarının iyi olup olmadığı ve sözleşme kurallarına karşı gösterdiği bağımlılık ve dürüstlük anlaşılmalıdır. Maliyetli bir süreç olan ve bütün ters seçim ve ahlaki rizikoları içeren bu durumdan dolayı, faiz forward sözleşmelerinin kullanılmasının önündeki başlıca engel, ödenmeme riskidir. Ödenmeme riski, likidite azlığı ile birleşirse, finansal kurumlar faiz forward sözleşmelerini sınırlı şekilde kullanacaklardır.

2.5.2. Futures Sözleşmeler

2.5.2.1. Futures sözleşmelerinin tarihçesi

Bilinen ilk resmi futures işlemi 1600'lü yıllarda Japonya'da gerçekleşmiştir. Bu dönemde başka şehirlerdeki depolarda saklanan pirinçler feodaller tarafından bilet karşılığı satılarak nakit paraya çevrilmiş, kesilen bu biletler kısa zamanda nakit para yerine geçmeye başlamıştır. Pirinç üzerine yazılan bu biletler imparator tarafından resmi işlem kabul edilmiş, 1730 yılından itibaren de kaydı tutulmaya başlanmıştır.

Diğer taraftan Amerika Birleşik Devletleri'nde buğday ticareti 1848 yılına kadar organize olmayan gruplar arasında yapıyordu. Bu tarihlerde buğday üzerine yapılan forward sözleşmeleri yaygın olarak kullanılmakla beraber artan işlem hacmi mevcut riski forward sözleşmeler yoluyla aracılara devredilemeyecek kadar artırmıştı. Bu gelişmenin bir sonucu olarak 1848 yılında Chicago Board of Trade (CBOT) 82 üye ile kuruldu. CBOT'yi 1870 yılında New York Produce Exchange,

New York Cotton Exchange, New Orleans Cotton Exchange ve 1885 yılında New York Coffee Exchange takip etti.

1971 yılında Bretton Woods anlaşması sona erince 1972 yılında Chicago Mercantile Exchange'in (CME) bir yan kuruluşu olan International Money Market (IMM) kurulmuş ve bu piyasada döviz üzerine yapılan ilk finansal futures sözleşmeleri işlem görmeye başlamıştır. Faiz üzerine yapılan ilk futures sözleşmeleri olan ipotek faiz oranı üzerine futures işlemleri ise 1975 yılında CBOT bünyesinde başlatılmıştır. Bu işlemleri takiben 1976'da 90 gün vadeli hazine bonusu üzerine futures sözleşmeleri IMM'de, 1977'de devlet tahvili üzerine futures sözleşmeleri CBOT'de, 1982'de value line endeksi üzerine futures sözleşmeleri Kansas City Board of Trade'de (KCBT), aynı yıl Standard & Poor's endeksi üzerine futures sözleşmeleri CME'de, yine aynı yıl New York Stock Exchange (NYSE) endeksi üzerine futures sözleşmeleri New York Futures Exchange'de (NYFE) işleme açılmıştır.

Osmanlı İmparatorluğu'nda borsa faaliyetlerinin başlamasıyla birlikte vadeli işlem uygulamalarına girilmiş ve bu işlemleri düzenleyen tüzükler çıkarılmıştır. 1906 tarihli Esham ve Tahvilat Borsası Tüzüğünde vadeli işlemlerin nasıl yürütüleceği ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştır. İstanbul Borsası birinci dünya savaşında kapatılınca vadeli işlemlere son verilmiştir. Sadece tahvil ve hisse senedine mahsus olmak kaydıyla vadeli işlemlerin yapılmasına 1926 yılında yeniden izin verilmiştir. Günümüzde 1997 yılında Altın Borsasında başlatılan altın futures sözleşmeleri, 2001 yılında İMKB'de başlatılan döviz futures sözleşmeleri halen işleme açıktır. Türkiye'nin ilk özel borsası olan İzmir Vadeli İşlemler Borsası (VOBAŞ) 4 Şubat 2005 tarihinde faaliyete geçmiştir.

2.5.2.2. Futures sözleşmelerinde asgari unsurların standardizasyonu

Futures sözleşmeleri, aslında asgari unsurları standart hale getirilmiş forward sözleşmeleridir. Borsalar tarafından gerçekleştirilen bu standardizasyonun amacı, sözleşmeyi daha çok alınır-satılır hale getirerek likiditenin artırılması, böylece forward sözleşmelerinde problem olan pozisyon kapatma işleminin kolaylaştırılmasıdır.

Sözleşmeye konu olan kıymette standardizasyon, uzlaşma yönteminin fiziki teslimata dayalı olduğu futures sözleşmelerinde kıymetin ayırt edici tüm özelliklerinin tanımlanması şeklinde yapılır. Örneğin Chicago Board of Trade'de

(CBOT) işlem gören buğday futures sözleşmelerinde takasa getirilebilecek buğday çeşitleri aşağıdaki gibi belirtilmiştir.

Miktarda standardizasyon, vadeli sözleşmelerin büyüklüğü belirlenerek sağlanır. Bir vadeli sözleşmenin büyüklüğü, ilgili piyasada yapılabilecek minimum işlem miktarı bilgisini verir. Söz gelimi CBOT'de işlem gören buğday futures işlemlerinde bir sözleşme 5000 çuval olarak belirlenmiştir.

Borsalarda sözleşme fiyatında standardizasyon fiyat adımı ile sağlanır. Bu uygulama yatırımcıların işlemlerini istedikleri fiyat yerine borsanın belirlediği fiyattan gerçekleştirmelerini gerektirir. Piyasaya iletilen emirler belirlenen fiyat adımının katları olmak zorundadır. Örneğin CBOT'de işlem gören buğday sözleşmelerinde bir çuval buğdayın fiyatı için belirlenen fiyat adımı 0,25 cent'dir.

Son olarak borsalar vadeli sözleşmeleri sadece belirli aylarda işleme açarak vadede standardizasyon sağlar. Söz konusu uygulama nedeniyle yatırımcılar borsada yalnızca senenin belirli dönemleri ve belirli günleri itibarı ile işlem yapabilir. Futures sözleşmesinin asgari unsurlarının standardize edilmesi her ne kadar likiditeyi artırsa da, diğer taraftan yatırımcıları karşı karşıya oldukları risklere karşı bire bir koruyamamaktadır.

2.5.2.3. Futures sözleşmelerinde takas merkezi ve teminatlandırma

Futures işlemlerinde sözleşmenin tarafları yükümlülüklerini bir takas merkezine karşı yerine getirir. Takas merkezi taraflardan biri yükümlülüğünü yerine getiremediğinde söz konusu yükümlülüğü kendisi yerine getirerek sözleşmenin karşı tarafında yer alan kişiyi mağdur etmez. Takas merkezi bu sorumluluğu yerine getirme görevini kendi varlıklarıyla değil, vadeli işlem piyasalarında işlem yapan üyelerden aldıkları işlem teminatları ve güvence fonlarıyla garanti altına alır. İşlem teminatları her ülkenin ekonomik ve politik şartlarına göre belirlenir. Bir adet futures sözleşmesi almak veya satmak için takas merkezine belirli bir teminatın yatırılması gerekir. Örneğin CBOT'de piyasa değeri yaklaşık \$16.500 olan bir adet buğday futures sözleşmesi için \$1.181 başlangıç teminatı alınmaktadır. (www.vadeliislemler.net).

Futures işlemlerinin bir diğer özelliği ise, vade sonuna kadar her gün vadeli fiyattaki değişimlere paralel olarak takas merkezi nezdinde açtırılan teminat hesapları arasında nakit transferi şeklinde günlük piyasa ayarlamaları (marking-to-market) yapılmasıdır. Teminat hesaplarındaki para sürdürme teminatı (maintenance

margin) adı verilen belirli bir seviyenin altına düştüğünde borsa müdahale eder ve teminat tamamlama çağrısı (margin call) denilen ek bir nakit paranın getirilmesini ister. İstenen para getirilmezse borsa ilgili kişinin pozisyonlarını piyasada kapatarak zincirleme reaksiyona sebep olabilecek bir riski büyümeden önlemiş olur.

2.5.2.4. Futures sözleşmelerinin avantaj ve dezavantajları

Forward sözleşmelerinin aksine organize borsalarda işlem gören futures sözleşmeleri daha likittir ve pozisyonları vadesinden önce kapamak çok kolaydır. Takas merkezinin varlığı nedeniyle futures işlemlerinde kredi riski normal piyasa koşullarında yoktur. Ayrıca günlük piyasa ayarlamaları futures piyasalarını daha güvenilir kılar.

Diğer taraftan futures sözleşmelerinin standart unsurlar içermesi yatırımcıların maruz oldukları risklere karşı tam anlamıyla korunamamalarına neden olmaktadır. Futures işlemlerinde teminat yatırma zorunluluğu ve diğer işlem maliyetleri yatırımcıya belirli bir mali yük getirmektedir.

2.5.2.5. Futures sözleşmelerinde alınabilecek pozisyonlar

Futures sözleşmelerinde fiyat artışı beklentisiyle sözleşme alınarak oluşturulan pozisyona uzun pozisyon adı verilir. Uzun pozisyon sahibi bir yatırımcı fiyat arttıkça kar eder, fiyat düştükçe zarar eder. Fiyat düşüşü beklentisiyle sözleşme satılarak oluşturulan pozisyona ise kısa pozisyon adı verilir. Kısa pozisyon sahibi bir yatırımcı fiyat düştükçe kar eder, fiyat arttıkça zarar eder.

Aynı spot enstrümana dayalı futures sözleşmelerinin bir vadesinde uzun, diğerinde kısa pozisyon alınarak oluşturulan pozisyona takvim yayılma pozisyonu (calendar spread) adı verilir. Eğer aralarında pozitif yönlü kuvvetli bir ilişki olan iki farklı spot enstrüman üzerine düzenlenmiş futures sözleşmelerinden biri alınıp diğeri satılırsa oluşturulan pozisyona ürünler arası yayılma pozisyonu (intercommodity spread) adı verilir

2.5.2.6. Vadeli piyasalarda işlem gören futures sözleşmeleri

Spot piyasada işlem gören herhangi bir mal veya kıymet üzerine düzenlenen futures sözleşmelerine emtia futures sözleşmeleri denir. Buğday, ham petrol ve kahve gibi ürünler üzerine yapılan futures sözleşmeleri bu kategoriye örnek olarak verilebilir.

Endeks futures sözleşmeleri borsalarda işlem gören hisse senedi endeksleri üzerine düzenlenir. Endeks bir gösterge olduğu için söz konusu sözleşmelerin takası nakit uzlaşma yöntemiyle yapılır. En tanınmış endeks futures sözleşmeleri ABD'deki S&P500 ve İngiltere'deki FTSE100 endeksleri üzerine düzenlenen futures sözleşmeleridir.

Döviz futures sözleşmeleri spot piyasada işlem gören yabancı para birimleri üzerine düzenlenir. Döviz futures sözleşmelerinin büyüklüğü piyasadan piyasaya farklılık göstermektedir. Daha çok kurumsal yatırımcılara yönelmek isteyen piyasalarda sözleşme büyüklüğü yüksek belirlenirken, küçük yatırımcıların ilgisini çekmek için küçük belirlenir. Döviz futures sözleşmelerinin işlem gördüğü en gelişmiş piyasa, Amerika'daki International Money Market (IMM)'dir.

Faiz futures sözleşmeleri genelde faiz oranı, hazine bonusu ve devlet tahvili üzerine düzenlenir. En çok rağbet gören faiz oranı futures sözleşmesi olan eurodolar futures sözleşmeleri ilk kez 1981 yılında Chicago Mercantile Exchange'de (CME) işlem görmeye başlamıştır

2.5.2.7. Döviz futures sözleşmelerinin özellikleri

Döviz futures sözleşmeleri, iki ülke para birimleri arasındaki değişim oranını gösteren döviz kurları üzerine düzenlenmektedir. Döviz futures sözleşmesi alarak veya satarak, sözleşmeye konu dövizin gelecekteki değeri sabitlenmiş olur. Bir döviz futures sözleşmesinin büyüklüğü farklılık gösterebilir. Örneğin VOB'da işlem gören Amerikan Doları üzerine düzenlenmiş futures sözleşmelerinin büyüklüğü 1.000 USD'dir. Dolayısı ile VOB'da 1.000 USD ve katları şeklinde işlem yapılabilir.

Futures sözleşmelerinin YTL büyüklüğünü bulmak için sözleşme büyüklüğü ile işlem fiyatını çarpmak gerekir. Örneğin 1,38 YTL'den işlem gören 1 ay vadeli USD futures sözleşmesinin YTL büyüklüğü 1.380 YTL'dir (1,38x1.000). Döviz fiziki olarak bulmak mümkündür. Bu nedenle takas yöntemi olarak fiziki teslimat da tercih edilebilir. VOB'da işlem gören döviz futures sözleşmelerinin vade sonundaki takası nakit uzlaşma yöntemine göre yapılmaktadır.

Vade sonunda dövizin spot değeri işlem fiyatının üzerindeyse uzun taraf, altındaysa kısa taraf kar eder. Örneğin 1,38 YTL'den USD futures sözleşmesi satın alan bir yatırımcı vade sonunda doların spot fiyatı 1,4 olursa kar, 1,3 olursa zarar eder. Döviz futures sözleşmeleri ile dövizin gelecekte alacağı değer

sabitlendiğinden daha önce bahsedilmişti. Döviz futures sözleşmeleri bu özellikten dolayı kur riski yönetiminde tercih edilen finansal enstrümanların başında gelmektedir.

2.5.2.7.1. Kısa pozisyon olarak riskten korunma

Dövizde uzun pozisyon sahibi bir yatırımcının riski döviz fiyatlarının düşmesi, başka bir deyişle TL'nin diğer para birimleri karşısında değer kazanmasıdır. Bu risk başta ihracatçılar olmak üzere döviz geliri elde eden kişi ve kurumlar ile döviz portföyü bulunduran yatırımcıları doğrudan etkilemektedir. Döviz futures sözleşmelerinde kısa pozisyon olarak söz konusu riskten korunmak mümkündür.

Örneğin ihraç ettiği malın bedelini üç ay sonra 500.000 USD olarak tahsil edecek bir firma bu süre içerisinde TL'nin değer kazanması riskine karşı kendisini korumak için sözleşme büyüklüğü 1.000 USD olan üç ay vadeli dolar futures sözleşmelerinden 500 adet satmalıdır. Sadece dövizdeki değer kaybının etkisini görebilmek amacıyla YTL ve dolar faiz oranlarının söz konusu dönem için %0 olduğunu varsayalım. Bu durumda doların spot fiyatı 1,40 YTL ise 3 ay vadeli teorik fiyatı da 1,40 YTL olacaktır. Firma 500 adet sözleşmeyi 1,40 YTL'den satmış olsun. Üç ay sonra dolar değer kaybedip 1,35 YTL'ye gerilediğinde firma dolar başına 0,05 YTL zarara uğrayacaktır. Dolar 1,40 YTL iken firma 700.000 YTL'lik bir gelir beklerken, TL değerlendirildiği için geliri 675.000 YTL ile sınırlı kalacak, toplamda 25.000 YTL zarar edecektir. Ancak söz konusu zarar dolar futures sözleşmelerinden elde edilen 25.000 YTL'lik $((1,40-1,35) \times 500 \times 1.000)$ bir karla telafi edileceğinden firmanın genel durumunda bir kötüleşme söz konusu olmayacaktır.

2.5.2.7.2. Uzun pozisyon olarak riskten korunma

Döviz borcu olan bir yatırımcı için risk TL'nin değer kaybetmesidir. Bu riske maruz kalan yatırımcılar döviz futures sözleşmesinde uzun pozisyon olarak korunabilir. Risk gerçekleşir ve TL değer kaybederse spot piyasada uğranılan zarar, futures işleminden elde edilen karla karşılanır.

Örneğin 1 ay sonra 20.000 EUR borç ödeyecek bir yatırımcı euronun değer kazanması riskine karşı sözleşme büyüklüğü 1.000 EUR olan 20 adet euro futures sözleşmesini 1,82 YTL'den satın almıştır. 1 ay sonra euronun spot değeri 1,85 YTL olduğunda firma 36.400 YTL yerine 37.000 YTL ödeyerek 20.000 EUR satın almak zorunda kalmış, bu nedenle de 600 YTL zarara uğramıştır. Bu zarar futures

işleminde elde edilen 600 YTL'lik karla $((1,85-1,82) \times 20 \times 1.000)$ karşılanacağından firmanın genel toplamda bir zarara uğramadığı açıkça görülecektir. Bu örnekte de bir önceki örnekte olduğu gibi vadeli fiyatın spot fiyata eşit olduğu (faiz oranlarının %0 olduğu) varsayımı yapılmıştır.

2.5.3. Opsiyon Sözleşmeleri

2.5.3.1. Opsiyon sözleşmelerinin tanımı ve özellikleri

Opsiyon işlemlerinde, doğrusal getirili forward ve futures işlemlerinin aksine, uzun ve kısa tarafın yükümlülükleri birbirinden farklıdır. Opsiyon sözleşmeleriyle alınıp satılan şey aslında kıymetin kendisi değil, kıymet üzerinde iddia edilen haktır.

Opsiyon işlemlerinin MÖ 600'lü yıllarda bile yapıldığı bilinmektedir. Opsiyon sözleşmesinin alıcısı (uzun pozisyon sahibi) sözleşmenin satıcısından (kısa pozisyon sahibi) sözleşmeye konu olan belirli bir miktar kıymeti, kullanım fiyatı (exercise price) adı verilen bir fiyattan, ileriki bir tarihte alma veya satma hakkını satın alır. Opsiyonun alıcısı, bu hakkı almak için satıcıya opsiyon primi (option premium) adı verilen bir bedel öder. Bu bedel organize borsalarda işlem gören opsiyon sözleşmeleri için vadeli işlemler piyasasında oluşan fiyattır. Alıcının sözleşmeden doğan alım veya satım hakkını kullanmadığı sürece herhangi bir yükümlülüğü yoktur. Ancak satıcı, alıcı hakkını kullanırsa yükümlülüğünü yerine getirmek zorundadır. Bu nedenle opsiyon sözleşmelerinde sadece kısa taraftan teminat alınır.

2.5.3.2. Opsiyon türleri ve sınıfları

Alıcı sözleşmeye konu kıymeti ileriki bir tarihte satın alma hakkını satın almışsa bu opsiyon sözleşmesine alım opsiyonu (call option), satma hakkını satın almışsa bu opsiyona da satım opsiyonu (put option) adı verilir. Alım opsiyonunun alıcısı, opsiyondan doğan hak kullanıldığında kıymetin de alıcısıdır. Satım opsiyonunun alıcısı ise, opsiyondan doğan hak kullanıldığında kıymetin satıcısıdır.

Otomobillere yaptırılan KASKO poliçeleri satım opsiyonlarına örnek olarak verilebilir. KASKO poliçelerinde sigortalı (opsiyonun alıcısı) aracını muhtemel bir kazada oluşabilecek hasarlara karşı (risk faktörü) 1 yıl süreyle (opsiyonun vadesi) korumak için sigortacıya (opsiyonun satıcısı) belirli bir ücret öder (opsiyon primi). Bu ücret aracın piyasa değeri (kullanım fiyatı) üzerinden hesaplanır.

KASKO poliçelerinde sigortacı risk gerçekleştiğinde aracı sözleşmede belirtilen piyasa değeri üzerinden satın almayı (aracın pert olması) taahhüt eder. Ancak söz konusu risk 1 yıl içerisinde gerçekleşmezse sigortalı poliçeden doğan hakkını kullanamayacağı için başlangıçta verdiği prim sigortacının karı olarak alıkonacaktır (Ersan, 1998:102).

Opsiyon sözleşmeleri Avrupa tipi ve Amerikan tipi olmak üzere ikiye ayrılır. Avrupa tipi opsiyonlarda alıcı sözleşmeden doğan hakkını sadece vade sonunda kullanabilir. Amerikan tipi opsiyonlarda ise alıcı hakkını satın aldığı tarih ile vade sonu arasında herhangi bir zaman diliminde kullanabilir. Bu anlamda yukarıda verilen KASKO örneği Amerikan tipi put opsiyonlarına uygundur.

Avrupa tipi opsiyon sözleşmelerinde satıcı taraf alıcı hakkını kullandığında yükümlülüğünü ne zaman yerine getireceğini önceden bilmektedir. Ancak Amerikan tipi opsiyonlarda satıcının yükümlülüğünü ne zaman yerine getireceği belirsizdir. Hak satın alındıktan bir saat sonra bile uzun taraf sözleşmeden doğan hakkını kullanmak isteyebilir. Bu belirsizlik yüzünden genelde aynı vade ve kullanım fiyatına sahip Amerikan tipi opsiyonlar, Avrupa tipi opsiyonlara nazaran daha pahalıdır.

2.5.3.2.1. Karlılıklarına göre opsiyonlar

Opsiyon sözleşmeleri karlılık bakımından üçe ayrılır. Sözleşmeden doğan hakkın kullanıldığı opsiyonlara karda opsiyonlar (in-the-money options) adı verilir. Alım opsiyonunun karda olabilmesi için Avrupa tipi opsiyonlar için vade sonunda, Amerikan tipi opsiyonlar için vade sonundan önce herhangi bir zamanda kullanım fiyatı, spot fiyattan düşük olmalıdır (Uzunoğlu, 2003:48).

Örneğin 15 YTL kullanım fiyatlı Avrupa tipi bir hisse senedi alım opsiyonunun alıcısı vade sonunda spot fiyat 20 YTL olursa söz konusu hisse senedini spot piyasada 20 YTL'den almak yerine, sözleşmeden doğan hakkını kullanarak opsiyonun satıcısından 15 YTL karşılığında almayı tercih edecektir. Yatırımcının bu işlemde karı hisse başına 5 YTL'dir. Satım opsiyonunun karda olabilmesi için alım opsiyonunun tersine kullanım fiyatının spot fiyattan yüksek olması gerekir. Örneğin 18 YTL kullanım fiyatlı hisse senedi satım opsiyonuna sahip bir yatırımcı, spot fiyat 10 YTL olduğunda elindeki hisse senedini spot piyasada 10 YTL'den satmak yerine sözleşmeden doğan hakkını kullanarak opsiyonun satıcısına 18 YTL'den satmayı tercih edecektir. Yatırımcının bu işlemde karı hisse başına 8 YTL'dir

Sözleşmeden doğan hakkın kullanılması ile kullanılmaması arasında herhangi bir farkın bulunmadığı opsiyonlara başabaş opsiyonlar (at-the-money options) adı verilir. Hem alım hem de satım opsiyonları için başabaş olma koşulu spot fiyatın kullanım fiyatına eşit olmasıdır.

Örneğin 15 YTL kullanım fiyatlı hisse senedi alım (veya satım) opsiyonuna sahip bir yatırımcı eğer spot fiyat 15 YTL ise söz konusu hisse senedini spot piyasadan almakla (veya satmakla) sözleşmeden doğan hakkını kullanıp opsiyonun satıcısından almak (veya satmak) arasında herhangi bir fark göremeyecektir. Sözleşmeden doğan hakkın kullanılmadığı opsiyonlara zararda opsiyonlar (out-of-the-money options) adı verilir. Bir alım opsiyonunun zararda olabilmesi için kullanım fiyatının spot fiyattan yüksek olması gerekir.

Örneğin 15 YTL kullanım fiyatlı hisse senedi alım opsiyonuna sahip bir yatırımcı spot fiyat 10 YTL ise opsiyondan doğan hakkını kullanmak yerine, söz konusu hisse senedini daha ucuz olan spot piyasadan almayı tercih eder. Satım opsiyonunun zararda olabilmesi için ise kullanım fiyatının spot fiyattan düşük olması gerekir. Örneğin 15 YTL kullanım fiyatlı hisse senedi satım opsiyonuna sahip bir yatırımcı spot fiyat 20 YTL ise opsiyondan doğan hakkını kullanmak yerine, söz konusu hisse senedini daha pahalı olan spot piyasada satmayı tercih eder.

2.5.4. Swap Sözleşmeleri

2.5.4.1. Swap sözleşmelerinin tanımı ve tarihçesi

Swap, iki tarafın birbirlerine belirli periyodlarla ödeme taahhütlerini içeren bir sözleşmedir. Sözleşmenin asli unsurları arasında el değiştirecek para birimi veya birimlerinin tanımı, her bir para birimine uygulanacak sabit veya değişken faiz oranı ve ödeme zamanları sayılabilir. Swap sözleşmeleri bir borçlanma veya yatırım yöntemi olmayıp sadece mevcut borçların veya yatırımların nakit akımlarını değiştirmeye yarayan finansal araçlardır.

Swap sözleşmeleri 1970'lerde İngiltere'de ortaya çıkan paralel (parallel) ve karşılıklı (back-to-back) kredi anlaşmalarının bir uzantısıdır. Bu kredi anlaşmaları İngiliz hükümetinin yurt dışına sermaye çıkışını güçleştirmek ve yerli yatırımı özendirmek amacıyla döviz işlemlerinden vergi alması uygulamasıyla beraber yapılmaya başlanmıştır. Yukarıda adı geçen anlaşmalarda farklı ülkelerin para biriminden borçlanma gereksinimi olan firmalar, daha avantajlı oldukları kendi iç piyasalarından borçlanıp, söz konusu borçlarını ve faiz ödemelerini takas etmek

suretiyle işlem gerçekleştirmektelerdi. Bu kredi anlaşmaları döviz kuru üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasıyla beraber para (currency) swapı işlemlerine dönüşmüştür. İlk para swapı sözleşmesinin 1979 yılında Londra'da düzenlendiği sanılmaktadır (Ersan, 1998:166).

Para swapı işlemleriyle bir para biriminden olan yükümlülüğü başka bir para biriminden yükümlülüğe çevrilebildiği görülünce, sabit faiz yükümlülüğü değişken faize veya değişken faiz yükümlülüğünü sabit faize çeviren faiz swapı sözleşmelerinin ortaya çıkması uzun sürmemiştir. İlk faiz swapı sözleşmesinin 1981 yılında Londra'da düzenlendiği sanılmaktadır (Ersan, 1998:170).

2.5.4.2. Swap'ın diğer türev ürünlerden farklılıkları

Swap işlemini diğer türev ürünler olarak adlandırılan Future ve Forward'dan ayıran temel özellikler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Dülger ve Önal, 1992:53) (Örten, 2000:4)

- Future ve Forward'da riske karşı korunmanın yanında, spekülatif amaç ön plana çıkarken, swaplarda daha az kullanılan bir yöntem olmaktadır,
- Swap işlemleri genellikle orta vadeli iken (BIS,2003:38), Future ve Forward'da genellikle vadeler daha kısadır,
- Swap işleminde taraflardan her biri, aynı oranda olmasa bile fayda sağlayabilmektedir. Ancak Future ve Forward işlemlerde taraflardan biri fayda sağlarken diğeri zarara uğrayabilmektedir,
- Future ve Forward işlemleri genellikle kontratlar halinde düzenlenmektedir. Hatta Future işlemleri için özel borsalara ihtiyaç duyulmaktadır. Swap işlemlerinde ise çoğunlukla bir banka aracılık ederek tüm işlemleri yürütmektedir.
- Özellikle faiz Swaplar'ında sonsuz sayıda Swap işlemi yapma imkanı vardır. Bu da Swap'ın diğer türev ürünlere göre daha esnek olduğunu gösterir,
- Future ve Forward bir alıcı bir satıcı arasında yapılabilmektedir. Swap işlemleri ise çoğunlukla bir banka aracılığıyla üçüncü bir tarafla yapılmaktadır (Chambers, 1998:124).

2.5.4.3. Faiz swap'ı sözleşmelerinin asgari unsurları

Standart bir faiz swapı sözleşmesinin asgari unsurları ve özellikleri aşağıdaki gibidir:

Nominal Değer: El değiştirecek faiz tutarının hesaplandığı büyüklüğe verilen addır. Standart faiz Swap'ı işlemlerinde bu büyüklük vade sonuna kadar değişmez ve hiçbir zaman el değiştirmez. Para swapı işlemlerinde ise başlangıçta ve/veya vade sonunda nominal değer el değiştirir. Uluslararası piyasalarda işlem gören en küçük nominal değer faiz swapı sözleşmelerinde genelde 5 milyon İngiliz Sterlini (GBP) veya 5 milyon Amerikan Doları (USD) iken para swapı sözleşmelerinde ise 3 ile 5 milyon USD arasında değişir.

Sabit Faiz Oranı ve Ödemeleri: Nominal değer üzerinden el değiştirecek sabit tutarı hesaplamada kullanılan orandır. Bu oran vade sonuna kadar aynı kalır.

Vade ve Ödeme Tarihleri: Sabit faiz tutarının ödeneceği tarihleri ifade eder. Normalde bu ödemeler yılda bir veya 6 ayda bir yapılır. Son ödeme tarihine vade bitim tarihi (maturity date) adı verilir. Faiz Swap sözleşmelerinin vadeleri yıl olarak ifade edilir. Genelde en fazla 10 yıl vadeli faiz Swap sözleşmeleri ve 5 yıl vadeli para Swap'ı sözleşmeleri işlem görür. Ödeme tarihleri bankaların kapalı olduğu günlere denk gelirse genel prensip ödemenin bir sonraki iş günü yapılmasıdır. Ancak bir sonraki iş günü başka bir aya denk geliyorsa o zaman faiz tutarı ilgili ayın ödeme tarihine en yakın iş gününde ödenir.

Değişken Faiz Ödemeleri: Bir swap sözleşmesinin değişken faiz ödemeleri sözleşmenin değişken ayağı olarak adlandırılır. Nominal değer, değişken faiz oranı ve vadeye kalan gün sayısı çarpılarak bulunur. Değişken faiz ödemelerinde faiz oranı genellikle son ödeme gününden bir kaç gün önce referans alınan göstergeye göre belirlenir. Para Swap'ı sözleşmelerinde değişken faiz oranı olarak genellikle USD LIBOR olmaktadır.

Netleştirme: Genelde sabit faiz ödemesiyle değişken faiz ödemesi aynı güne denk gelir. Bu gibi durumlarda sadece aradaki fark kadar ödeme gerçekleştirilir (Andın, 1998:15).

2.5.4.4. Faiz swap'ı sözleşmelerinin kullanım nedenleri

Faiz Riskinin Yönetimi: Faiz swapı sözleşmeleriyle firmalar değişken faiz oranının belirsizliğinden kaynaklanan risklerden korunarak faiz ödemelerini değişken faizden sabit faize çevirebilirler.

Alternatif Finansman Olanakları: Firmalar tahvil ve bono piyasalarından finansman sağlayamadıkları için veya üzerinden kredi kullanmak durumunda kalabilir. Bu durumda değişken faiz riskini taşımak istemeyen firmalar değişken faiz üzerinden gerçekleştireceği yükümlülüğünü bir swap sözleşmesiyle sabit faize çevirebilir.

Faiz Ödeme ve Gelirleri ile Borç Stoğunun Yeniden Yapılandırma Olanakları: Firmaların veya finansal kuruluşların hazine yetkilileri mevcut borç stoğunu değiştirmeksizin swap işlemleriyle sabit ve değişken oranlı faiz ödemelerini ve toplam içindeki paylarını değiştirebilir. Yatırımcılar ayrıca swap sözleşmeleri yardımıyla faiz ödemelerine veya gelirlerine esas teşkil eden göstergiyi mevcut yapıya dokunmadan değiştirebilirler (Doğukanlı, 2001:97).

2.5.4.5. Para swap'ı sözleşmeleri

Para swapı sözleşmeleri iki taraf arasında düzenlenen, farklı para birimleri cinsinden ifade edilen faiz yükümlülüklerinin veya gelirlerinin değiştirilmesini konu alan yasal sözleşmelerdir. Para Swap'ı sözleşmelerinin sabit faiz ayağı istenilen bir para birimi cinsinden belirlenebilirken, değişken faiz ayağı genellikle USD cinsinden olmaktadır. İki para birimi arasındaki çapraz kur sözleşme düzenlenirken taraflarca belirlenir. Faiz Swap'ı sözleşmelerinden farklı olarak vade başında ve sonunda nominal değerler el değiştirir. Ancak bazı para Swap'ı sözleşmelerinde nominal değer sadece vade sonunda son faiz ödemesiyle beraber el değiştirebilir.

Para Swap'ı işlemleri faiz Swap'ı işlemlerine göre daha eski olmasına karşın piyasası çok fazla gelişmemiştir. Para swapı sözleşmeleri genellikle en az iki en çok 10 yıl için yapılır. En fazla işlem gören vade 5 yıldır. Para Swap'ı sözleşmelerinin nominal değeri 3 ile 5 milyon USD arasında değişir (Doğukanlı, 2001:101).

2.5.4.6. Para swap'ı sözleşmelerinin kullanım nedenleri

Kur Riski Yönetimi: Para Swap'ı sözleşmeleri, başka bir ülkenin para birimi cinsinden yaratılmış olan borç veya alacakları aksi istikamette bir nakit akışıyla kur riskinden korumak amacıyla yapılır.

Düşük Fon Maliyeti: Başka bir para biriminden borçlanıp akabinde para swapı sözleşmesi düzenleyerek bir yatırımcı daha düşük maliyetli fon temin edebilir.

Piyasalara Erişim ve Farklı Para Biriminden Nakit Akışı: Para Swap'ı sözleşmelerinin diğer kullanım nedenleri arasında düşük kredi derecelendirmesi nedeniyle bazı piyasalara erişim olanağı bulamayan firma veya kuruluşların, bu olanağı bulabildikleri yerde kaynak yaratıp para swapı işlemleriyle giremedikleri piyasalara erişim imkanına kavuşması ile yapılan yatırımların getirilerinin başka bir para birimine çevrilebilmesi sayılabilir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM MATERYAL VE YÖNTEM

3.1. MATERYAL VE YÖNTEM

“Döviz Piyasası ve Kur Riskinden Korunma Yöntemleri: Türev Enstrümanlar ve Türkiye’de Kullanılabilirliği” isimli bu çalışmada çok çeşitli materyallerden yararlanılmıştır.

Çalışmanın özünü teşkil eden ve Türkiye’deki yeni uygulanmaya başlayan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası” ile ilgili araştırmada literatürün yanı sıra uygulamalı seminerlere de katılmıştır. BDDK (Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kururlu) Eğitimi (İstanbul, Nisan 2007), Finansbank Eğitimi (İstanbul, Haziran 2007), Yapı Kredi Bankası Konferansı (Gaziantep, Mart 2007) takip edilerek sertifika alınmış ve tezin dördüncü bölümünde alınan eğitimler kullanılmaya çalışılmıştır. Ayrıca, İstanbul ve Ankara kütüphaneleri ve türev piyasalar ve VOB ile ilgili uzman kişiler ziyaret edilmiş, uygulamaya yönelik tartışmalar yapılmıştır.

Çalışmada özellikle H.Seyidoğlu (Uluslar arası İktisat, Uluslar arası Finans) ve H. Doğukanlı’nın (Uluslar arası Finans) kitaplarından; İ. Aksöyek (Uluslar arası İşletmelere Döviz Kurunun Etkileri ve Bu Etkilerin Yok Edilmesi), N.Erdoğan ‘ın (Uluslar arası İşletmelerde Mali Risk Yönetimi ve Çağdaş Finansman Teknikleri) tezlerinden; M. Uyanık’ın (Vadeli İşlemler Piyasaları) ve E. Andın’ın (Türev Piyasalar) makalelerinden çoğunlukla yararlanılmıştır. Tezimizde ayrıca, finans kurumlarının ve bankaların internet adreslerinden, www.vob.org.tr ve www.finansonline.com adreslerinden faydalanılmıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM DEĞERLENDİRME

4.1. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASININ ÖZELLİKLERİ

Vadeli işlem ve opsiyon borsasında futures sözleşmeler alınıp, satılmaktadır. Futures sözleşmelerinde fiyatın dışındaki tüm kapsam ve özellikler standart hale getirilmiş olup, futures sözleşmesini satan yatırımcı belirli miktarda mal veya menkul kıymetin belirli bir tarihte teslimini taahhüt ederken, alıcı da sözleşmeye konu olan mal veya menkul kıymeti alacağını taahhüt etmektedir. Futures işlemleri içerik olarak forward işlemleri ile aynı özellikleri taşımaktadır. Fakat futures sözleşmeleri, düzenleyici bir otoritenin varlığıyla yapılan, organize işlemlerdir. Yani futures işlemler için bir borsanın mevcut olması zorunlu olup, bu işlemlerde alıcı, borsa tarafından daha önceden belirlenmiş bulunan standart sözleşme şartlarına uymak zorundadır (Bağcı, 2004:5).

Vadeli işlem borsasının önemli özellikleri aşağıdaki gibi ortaya konulabilir.

1. Sözleşmenin standart hale getirilmiş olmasıdır ki, buradaki amaç yatırımcıları piyasada oluşabilecek aşırı fiyat hareketlerinden kaynaklanabilecek risklerden korumaktır.
2. Organize borsalarda işlem görürler.
3. Sözleşmenin tarafları birbirlerini tanımazlar, taraflar arasında değişim işlemi takas odasında gerçekleşmektedir, bu takas odası alıcı ve satıcılar arasında sözleşme kapsamının yerine getirilmesinde garantör rolü oynamaktadır.
4. Teslimat şartları standarttır.
5. Standart miktarda ve kalitede ürün içerirler.
6. Günlük fiyatlara göre hesap bakiyeleri alınarak, günlük mutabakat sağlanır.
7. Teminat yatırılması zorunludur.
8. Piyasaya göre değerlendirilmesinden dolayı sürekli nakit akışı vardır.

9. Vadeden önce pozisyon kapatmak mümkündür.
10. Marjin sistemi vardır, yani kaldıraç etkisi yaratır.
11. İşlemler şeffaf olarak kamuya açık yapılır.

4.2. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASININ ENSTRÜMANLARI

Dünya’da işlem gören vadeli işlem sözleşmeleri ile ilgili genel bir sınıflandırma yapıldığında; hisse senedi endeksine, faiz, döviz gibi finansal araçlara, tarımsal ürünlere, metallere, enerjiye dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri işlem görmektedir. Ayrıca bunların dışında hava tahminleri gibi değişik dayanak varlıklar üzerine de sözleşmeler borsada kote edilmiştir.

Dünya vadeli işlemler borsasında işlem gören ürünler aşağıdaki gibi detaylandırılabilir.

- Tarımsal ürünler: mısır, soya fasulyesi, soya yağı, buğday, işlenmemiş pirinç.
- Faize dayalı ürünler: 30 yıllık tahvil, 10 yıllık bono, 5 yıllık bono, 10 yıllık swap, 30 günlük FED fonu, Bolb, Schatz.
- Maden ürünleri: mini altın, mini gümüş.
- Endex: Dow AIG endeksi, Dow 10 \$ endeksi, Dow 5 \$ endeksi,

gibi enstrümanlar işlem görmektedir (Bağcı, 2004). Vadeli işlemler piyasasına konu olan ürün çeşitliliği Dünya piyasalarında da her geçen artmaktadır. Çünkü vadeli işlemler, tüm Dünya için, adeta sığınacak bir liman gibi bir hedging aracıdır.

4.3. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASININ FAYDALARI

VOB Dünya’da bir çok ülke tarafından kullanılan global ekonomiye olumlu katkılar sağlayan bir borsadır. Finansal sistemi daha esnek bir hale getirerek, ekonominin büyüme hızını artırmaktadır. Bankalar ve diğer birçok farklı sektördeki kurumlara mevcut risklerini kontrol altına alarak yönetme imkanı sunmaktadır. Finansal piyasaların işlem hacmini artırarak, istihdam üzerinde olumlu sonuçlar doğurmaktadır. Örneğin, İngiltere finansal sektöründe çalışan personel sayısı 1,1 milyon civarındadır. Yalnızca türev araçları piyasasında on bin kişi istihdam edilmektedir (Bağcı, 2004).

Vadeli işlem ve opsiyon borsalarının diğer bir olumlu etkisi de spot piyasalar üzerine olan etkisidir. Örneğin, Arjantin’de türev piyasaların açılmasından

iki yıl sonra, spot piyasada işlem hacmi %900, Singapur'da ise %300 olarak gerçekleşmiştir. Yine ülke ekonomisi açısından da vadeli işlem ve opsiyon borsasının katkıları yadsınamayacak kadar önemlidir. International Financial Services London tarafından yapılan araştırmaya göre İngiltere'de ülke milli gelirinin %5'inden fazlasının finansal hizmetlerden geldiği saptanmıştır. Bu da 70 milyar ABD Dolar'ından fazla bir katma değer anlamına gelmektedir (Bağcı, 2004).

2003 yılında dünyanın 500 büyük finansal olmayan şirketinin incelendiği araştırmaya göre, bu şirketlerden %92'sinin korunma amacıyla türev araçları kullandığı görülmüştür. Bunlar arasında faiz riskinden korunmak amacıyla türev araçlar kullanımı %85 ile en büyük paya sahiptir. İngiltere'de de incelemeye alınan şirketlerin tümü türev araçları kullanmaktadır. Japonya ve Amerika'da yapılan araştırmalar türev araçların kullanımının yaygınlığını vurgulamaktadır (Bağcı, 2004).

Bu araştırmalar ışığında, Dünya da gelişmiş ülkelerin tümü vadeli işlem ve opsiyon borsalarının sağladığı avantajlardan faydalanmaktadır. Bunların dışında, Macaristan, Hindistan, Polonya, Romanya, Rusya, Güney Afrika Cumhuriyeti, Yunanistan gibi gelişmekte olan ülkelerde de bu borsalar mevcuttur.

4.4. TÜRKİYE'DE VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI

Ülkemizde özellikle 1980'li yıllarda finansal piyasalarda yaşanan liberalleşme süreci sonrasında fiyatlar serbestçe belirlenmeye başlanmış ve bunun sonucu olarak da finansal araçlara yatırım yapanlar açısından bir takım riskleri ortaya çıkmıştır. Geleceğe ilişkin belirsizlik riski ifade etmektedir. Risk eğer profesyonelce algılanıp değerlendirilemez ve yönetilemez ise üstlenenler üzerinde yıkıcı etkileri olabileceği gibi, iyi yönetildiği zaman da riski üstlenen ekonomik birimi ödüllendirici rol oynayabilmektedir. Ülkemizde vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği bir borsanın oluşturulmasına yönelik çalışmalar, 1980'li yılların sonlarında gündeme gelmiştir (Erdem, 1993:45).

Vadeli işlemler piyasalarının oluşturulması için gelişmiş bir finansal sistem ve istikrarlı bir ekonomi gerekmektedir. 1990'lı yıllarda yaşanan ekonomik ve finansal istikrarsızlık ülkemizde vadeli işlemler piyasalarının oluşturulmasında geciktirici rol oynamıştır. Türkiye'de türev ürünlere yönelik ilk yasal düzenleme, vadeli döviz alım-satımı üzerine yapılmıştır. Türk Parası Kıymeti'ni Koruma Hakkında 28 Sayılı Karar 29.12.1983 Tarihli Resmi Gazete'de yayınlamıştır ve 1984 yılında yayınlanan 30 Sayılı Karar'la yürürlükten kaldırılmıştır. 28 Sayılı

Karar'ın 4. maddesi hükmüne göre; bankalar esaslar dahilinde vadeli döviz alım satımı yapabilirler. Vadeli döviz alım satımı esasları 30 Sayılı Karar'da da yer almıştır. 11.08.1989 Tarihinde yayınlanan 32 Sayılı Karar'ın düzenlemesinde de gerçek ve tüzel kişilerin forward işlemi yapabilecekleri belirtilmiştir (Erdem, 1993:47).

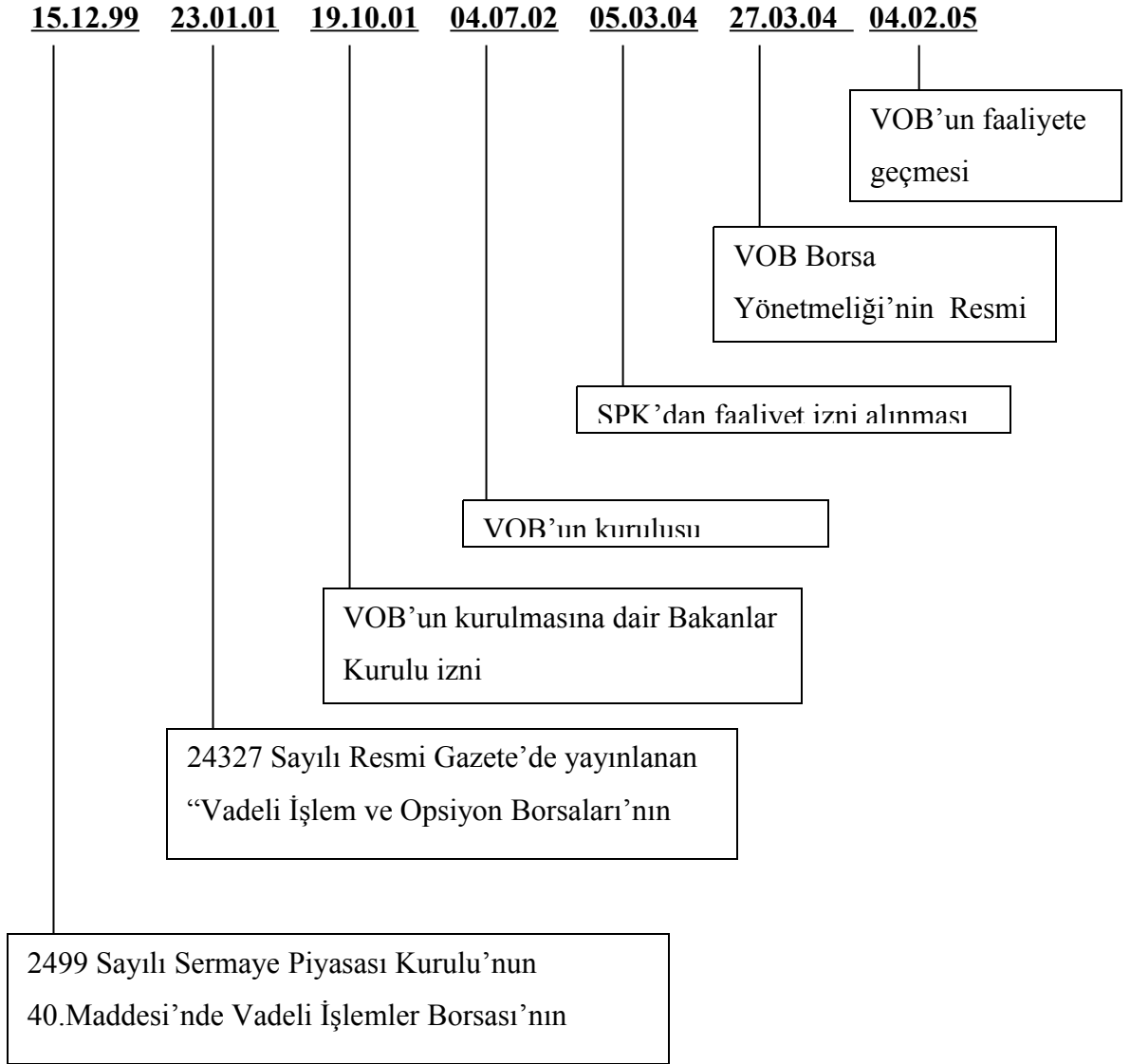
1991 yılında "Türk Sermaye Piyasalarının Modernizasyonu Projesi" çerçevesinde ülkemizde vadeli işlemler ve opsiyon sözleşmelerinin işlem görmeye başlaması gündeme gelmiştir. Futures piyasalara ilişkin ilk yasal düzenleme 1992 yılında yapılmış ve 3794 Sayılı Kanun'la değişik 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanun'unun 22. maddesinin j bendine göre; "Finansal göstergelerle, sermaye piyasası araçlarına, mal ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi ile münhasıran bu sözleşmelerin işlem göreceği borsalarda çalışacak kurumların kuruluş, faaliyet, ilke ve esasları ile yönetmeliklerini düzenlemek, izlemek, denetlemek" yetkisinin Sermaye Piyasası Kurulu'na verilmesi ile Sermaye Piyasası Kurulu futures borsaları açmaya hak kazanmıştır (Erdoğan, 2004).

Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem görmeye başlayacağı bir borsa kurulmasına yönelik aşamalar 557 ve 558 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'lerin Anayasa Mahkemesi'nce iptal edilmesinden dolayı kesintiye uğramıştır. 1999 yılının Aralık ayında vadeli işlemler ve opsiyon sözleşmeleri ve her türlü türev araçlardan oluşan sermaye piyasası araçlarına ilişkin düzenlemelere yönelik hukuki altyapı hazırlanmıştır.

Şubat 2001 krizinden sonra ülkemizde uygulanan dalgalı kur rejimi dövize dayalı vadeli işlemler için uygun bir zemin hazırlamıştır. Ekim 2001'de Bakanlar Kurulu Kararı yayımlanmış ve 4 Temmuz 2002 tarihinde İzmir'de "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş." kurulmuştur. 5 Temmuz 2004 tarihinde de Sermaye Piyasası Kurulu VOB'a faaliyet izni vermiştir. Böylelikle 4 Şubat 2005 tarihinde VOB faaliyete geçmiştir.

Vadeli İşlem Borsa'sının kuruluş çalışmalarının başlangıcından, faaliyet iznin alınması ve faaliyete geçişine kadar uygulanan yasal işleyiş aşağıdaki tablo ile açıklanmaya çalışılmıştır.

Tablo 4.1. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsa'sında geleceğe giden yol (VOBAŞ, www.voob.org.tr, 12.05.2007).



VOBAŞ'ın hissedarları arasında Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, İzmir Ticaret Odası, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Koçbank A.Ş., Vakıflar Bankası T.A.Ş., Garanti Bankası T.A.Ş., Akbank T.A.Ş., Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası A.Ş., İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Takasbank A.Ş. ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği yer almaktadır.

Türkiye'de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın faaliyete geçmesi ile finansal piyasalardaki önemli bir eksiklik giderilmiştir. VOB vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alınıp satıldığı ülkemizdeki tek borsadır. VOB' da finansal varlıklara ve emtiaya dayalı on farklı vadeli işlem sözleşmesi işlem görmektedir.

Bunlar:

- VOB-YTL Dolar Vadeli İşlem Sözleşmesi
- VOB-YTL Euro Vadeli İşlem Sözleşmesi
- VOB-DİBS 91 Vadeli İşlem Sözleşmesi
- VOB-DİBS 365 Vadeli İşlem Sözleşmesi
- VOB-G-DİBS Vadeli İşlem Sözleşmesi
- VOB-IMKB 30 Vadeli İşlem Sözleşmesi
- VOB-IMKB 100 Vadeli İşlem sözleşmesi
- VOB-Ege Pamuk Vadeli İşlem Sözleşmesi
- VOB-Anadolu Kırmızı Buğday Vadeli İşlem Sözleşmesi
- VOB-Altın Vadeli İşlem Sözleşmesi

üzerine dayalı vadeli işlem sözleşmeleridir (www.vob.gov.tr). VOB' da tarafların muhatabı olan takas merkezi Takasbank olarak belirlenmiştir. Takasbank, 1988 yılında kurulmuş ve 1991 yılında Takas ve Saklama A.Ş.'ne dönüşmüştür. 1996 yılında ise Yatırım Bankası statüsü kazanarak Takasbank ünvanını almıştır. 2005 yılı itibariyle Takasbank hizmetlerini IMKB dışında bir başka borsa olan Vadeli işlem ve Opsiyon Borsası'na da vermeye başlamıştır. Böylece Takasbank hem spot hem de türev araçların takasının yapıldığı yetkili takas kurumu olmuştur.

VOB'da işlem yapılması yani yukarıda bahsi geçen sözleşmelerin alım satımı teminat gerektirmektedir. Teminata kabul edilen kıymetler ise aşağıdaki tabloda yer aldığı gibidir. Gelecekte teminat olarak kabul edilmesi planlanan varlıklar ise, İstanbul Altın Borsa'sında işlem gören altın, yatırım fonu katılma belgesi ve teminat mektubudur.

Tablo 4.2. VOB'da teminat kabul edilen kıymetler (VOBAŞ, www.vob.org.tr, 2007).

Teminat Türleri	İşlem Teminatı	Garanti Fonu
Nakit (YTL)	+	+
Döviz (USD, EUR)	+	+
Hazine Bonosu	+	+
Devlet Tahvili	+	+
Hisse senedi	+	-
Yatırım Fonu (Fiziki)	+	+
Teminat Mektubu		+

Benzer uygulama dünyada birçok ülkenin takas merkezinde de gerçekleşmektedir. Örneğin, London Clearing House (LCH-İngiltere), Australian

Clearing House (ACH-Avusturalya), Brazilian Clearing and Depository Corporation (CBLC-Brezilya), Eurex Clearing (Almanya ve İsviçre), Exchanges & Clearing Ltd. (HKEX-Hong Kong), Japan Securities Clearing Corporation (JSCC-Japonya), KELER (Macaristan) takas kurumları, hem spot hem de türev araçların takaslarını yapmaya yetkili dünyadaki belli başlı takas merkezleridir.

Takasbank da ülkemizde vadeli işlem piyasaları için risk yönetimini Borsa ile birlikte yapmaktadır Bu kapsamda Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının temel terimlerini açıklamak yerinde olacaktır (www.finansonline.com).

4.4.1. Dayanak Varlık

Tarafların alıp sattığı vadeli işlem sözleşmelerinin hangi varlıkla ilgili olduğunun ifadesidir. Faiz, hisse senedi endeksi, döviz gibi varlıklarla alınıp satılan vadeli işlem sözleşmelerine dayanak varlık adı verilmektedir .

4.4.2. Uzun (Long) Pozisyon, Kısa (Short) Pozisyon

Her vadeli işlem sözleşmesinde uzun ve kısa olmak üzere iki taraf vardır. Vadeli işlem sözleşmesinde uzun taraf dayanak varlığı teslim alma hak ve yükümlülüğüne sahip olan, kısa taraf ise bunu teslim etmekle yükümlü olan taraftır. Uzun pozisyon, yapılan işlemler sonucunda alım yönünde, net pozisyona sahip olunmasıdır. Kısa pozisyon ise toplam net pozisyonda satış yönünde olunmasıdır. Sahip olunan pozisyona aksi yönde işlem yapmaya, ters işlem (pozisyon kapatma) denir.

4.4.3. Açık Pozisyon

Bir sözleşmede, ters işlem ile kapatılmamış uzun veya kısa pozisyon sayısıdır. Piyasa yatırımcılarının taşıdıkları net uzun veya net kısa pozisyonların toplamı açık pozisyon sayısını belirler.

4.4.4. Başlangıç Teminatı

Bir vadeli işlem sözleşmesi pozisyonu alındığında veya alınmadan önce, pozisyon için takas merkezine yatırılması gereken teminattır. Başlangıç teminatı günlük fiyat hareket sınırına göre oluşabilecek maksimum zararı karşılayacak miktarda belirlenir ve nakit veya nakde kolayca çevrilebilir değerler olarak ilgili aracı kuruma yatırılır. Aracı kurum bu teminatları takas kurumuna tevdi eder. Bu teminatın

tutarı borsa ve takas kurumu tarafından belirlenir. Aracı kurumlar müşterilerinden borsa tarafından belirlenmiş teminat tutarından daha fazlasını talep edebilirler. Yatırılması gereken başlangıç teminat tutarı, miktar veya oran olarak sözleşme bazında belirlenir. Teminatlar sözleşme sayısı bazında yatırılır. Mesela yatırımcı 5 adet buğday sözleşmesi almak ya da satmak isterse yatırılması gereken teminat tutarı, borsanın bir sözleşme almak ya da satmak için belirlediği teminat tutarının beş katı olmalıdır.

Başlangıç teminatının daha detaylı açıklanabilmesi için aşağıdaki tablo incelenebilir. Teminat bakiyesine tabloda da görüldüğü gibi günlük kar/zarar eklenir. Yatırımcı bu bakiyeden karını çekebilir ancak sözleşmenin gerektirdiği teminatın altına düşülmemesi gerekmektedir.

Tablo 4.3. Başlangıç teminatının işleyişi (VOBAŞ, www.vob.org.tr, 15.07.2007).

Gün	Uzlaşma Fiyatı (YTL)	Günlük Kar (+) / Zarar (-) (YTL)	Teminat Hesabı Bakiyesi
1	1.500	0	1.500
2	1.510	+100	1.600
3	1.520	+100	1.700

4.4.5. Sürdürme Teminatı

İşlemler sonrası oluşabilecek zararlar ile teminat miktarı düşebilir. Sürdürme teminatı, teminatın zarar sonucunda düşebileceği asgari seviyeyi gösterir ve genellikle başlangıç seviyesinin belli bir miktarı (örneğin %75) olarak belirlenir. Teminat miktarı sürdürme seviyesinin altına düştüğünde, teminatın tekrar başlangıç teminatı seviyesine yükseltilmesi (sürdürme teminatından daha fazla bir teminat) istenir. Üyeye yapılan bu teminat tamamlama çağrısına **MARGIN CALL** denilmektedir.

4.4.6. Piyasaya Göre Ayarlama

Vadeli işlem borsasında açık pozisyon sahiplerinin bir önceki uzlaşma fiyatı ile son uzlaşma fiyatı arasındaki farktan dolayı elde ettikleri kar veya zarar,

hesaplarına işlem günü sonunda yansıtılır. Bu işleme piyasaya göre ayarlama (Mark-to-Market) denir. Uzun pozisyon bir vadeli işlem sözleşmesinde uzlaşma fiyatının alış fiyatının üzerinde gerçekleşmesi durumunda kar, tersi durumda zarar elde edilmiş olur. Kar ve zarar tutarı teminat hesaplarına günlük olarak yansıtılır.

4.4.7. Yayılma Teminatı

Aynı sözleşmenin iki ayrı vadesinde, birinde kısa pozisyon alırken, diğerinde uzun pozisyon alma durumuna yayılma denir. Bu durumda her bir sözleşme için gereken yayılma teminatı başlangıç teminatının yarısıdır.

4.4.8. Nakdi Uzlaşma

Sözleşmelerin ifa edilmesinde kullanılan bir yöntemdir. Bu yöntemde vade sonunda dayanak varlık taraflar arasında el değiştirmez. Bunun yerine, sözleşme fiyatı ile dayanak varlığın son işlem günündeki cari fiyatı veya borsa tarafından belirlenen diğer yöntemler esas alınarak belirlenmiş fiyat arasındaki fark kadar tutar taraflar arasında el değiştirir ve sözleşme bu şekilde ifa edilmiş olur.

4.4.9. Pozisyon Limiti

Borsa, manipülatif işlemleri sınırlamak ve suni arz ve talebi önleme suretiyle piyasanın sıkışmasını engellemek amacıyla bir yatırımcının almış olduğu pozisyonları sözleşme sayısı bazında sınırlar. Bu sınırlamaya pozisyon limiti denir.

4.4.10. Uzlaşma Fiyatı

Günlük olarak kar/zarar ve teminat yükümlülüklerinin hesaplanmasında kullanılan fiyattır. Uzlaşma fiyatının nasıl belirleneceği her bir sözleşme bazında borsa tarafından belirlenir ve taraflara ilan edilir. Yükümlülüklerin ifası bu uzlaşma fiyatı üzerinden yapıldığından, borsa bu fiyatın piyasanın gerçek durumunu yansıtacak şekilde belirlenmesini sağlar. Bu nedenle uzlaşma fiyatı genellikle seansın belirli bir bölümünde alınan fiyatların ağırlıklı ortalaması şeklinde bulunur.

4.5. TÜRKİYE'DE VOBAS'TA KULLANILAN ENSTRÜMANLAR

4.5.1. Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri, VOB-YTL Dolar Vadeli İşlem Sözleşmesi ve VOB-YTL Euro Vadeli İşlem Sözleşmesi olarak ikiye ayrılmaktadır. Döviz kurlarında ki değişiklikler, gerek ülkemizde farklı sektörlerde bulunan bir çok kuruluş gerekse elinde döviz olan bireyler için risk teşkil etmektedir. YTL Dolar Vadeli İşlem Sözleşmesi ve YTL Euro Vadeli İşlem Sözleşmesi ülkemizdeki döviz miktarının önemli bir kısmını oluşturan dövizle iş yapan firmalar ve finans kurumları açısından döviz riskinden korunma aracı olmaktadır. Örneğin, bir ihracatçı, YTL Dolar Vadeli İşlem Sözleşmesi veya YTL Euro Vadeli İşlem Sözleşmesi ile döviz cinsinden alacağını önceden YTL cinsinden sabitleyebilmekte ve kur riskine karşı korunarak müşterilerine daha uzun vadeli fiyat verebilmektedir. Diğer taraftan bir ithalatçı ise döviz cinsinden borcunu önceden YTL cinsinden sabitleyebilmekte ve kur riskine karşı korunarak daha uzun vadeli alım anlaşması yapabilmektedir. Sonuç itibariyle ihracatçı, ithalatçı veya dövizle iş yapan herhangi bir kurum YTL Dolar Vadeli İşlem Sözleşmesi veya YTL Euro Vadeli İşlem Sözleşmesi ile daha rahat finansal planlama yapabilmekte ve dolar kurunun değişikliklerinden olumsuz etkilenmemektedir (www.vob.org.tr).

Gelir elde etmek amacıyla yatırımlarını yönlendiren bireysel ve kurumsal yatırımcılar da bu sözleşmeyi kullanarak yeni bir yatırım aracıyla tanışmış ve geleneksel yatırım araçlarının sunmadığı bazı özelliklere kavuşmuşlardır.

4.5.2. Faiz Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Faiz Vadeli İşlem Sözleşmeleri DİBS 91 Vadeli İşlem Sözleşmesi, DİBS 365 Vadeli İşlem Sözleşmesi ve G-DİBS Vadeli İşlem Sözleşmesi olmak kaydıyla üçe ayrılmaktadır. Faize dayalı vadeli işlem sözleşmeleri gelişmiş ülkelerde yıllardan beri riskten korunma veya yatırım amacıyla yaygın olarak kullanılmaktadır. Faiz oranlarındaki değişiklikler gerek bireyler gerekse kurumlar açısından önem arz etmektedir. Faiz oranlarındaki inişler ve çıkışlar bir ekonomideki işletmelerin tamamını olumlu veya olumsuz etkiler. Her işletme faize duyarlı bir varlık veya yükümlülük taşımaktadır. Alacaklar, borçlar, hazine bonosu portföyü hep faize duyarlı varlık veya yükümlülüktür. Bunun yanında işletmelerin ileri bir tarihte borçlanma veya borç verme niyetleri olabilir. Faiz üzerine vadeli işlem sözleşmeleri faizlerin gelecekteki bir tarih için sabitlenmesinde etkili bir finansal araçtır. Faiz vadeli işlem sözleşmeleri kullanılarak alınacak pozisyonlar ile faizlerin düşmesinden veya yükselmesinden kaynaklanacak risk belli oranlarda veya tamamen

sınırlandırılabilir. Bunun yanı sıra faiz hareketlerinden kar elde etmek isteyenler içinde bu sözleşmeler yeni bir yatırım fırsatı oluşturmaktadır (www.vob.org.tr).

4.5.3. Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Endeks vadeli işlem sözleşmeleri, VOB-IMKB 30 Vadeli İşlem Sözleşmesi ve VOB-IMKB 100 Vadeli İşlem Sözleşmesi olarak ikiye ayrılmaktadır. Hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların aklına ilk gelen geleneksel yatırım araçlarıdır. VOB-IMB 30 ve VOB-IMKB 100 Vadeli İşlem Sözleşmeleri ile yatırımcılar ilk defa herhangi bir hisse senedine değil de, IMKB-30 veya IMKB-100 endeksine yatırım yapma fırsatına kavuşacaklardır. Yatırımcılar endeksin yukarı gitme beklentisi karşısında uzun pozisyon alabilecekleri gibi, aynı zamanda endeksin aşağı yönlü hareketi için de kısa pozisyon alarak kar elde edebileceklerdir. Bu işlemler için geleneksel yatırım araçlarının gerektirdiği ilk yatırımın %10'u veya daha azı bir başlangıç teminatı yatırarak ilgili aracın tüm getirisi (veya zararı) elde edilmektedir.

Diğer taraftan hisse senetleri piyasasındaki bireysel veya kurumsal yatırımcılar bu piyasada almış oldukları pozisyonlar sonucunda fiyatların artması veya azalması riski ile karşı karşıya kalmaktadır. VOB-IMKB 30 veya VOB-IMKB 100 vadeli işlem sözleşmeleri ile yatırımcılar spot piyasada aldıkları pozisyonlarla beraber vadeli piyasada açtıkları pozisyonlar sayesinde fiyat riskinden kendilerini koruma imkanı bulmuşlardır (www.vob.org.tr).

4.5.4. Emtia Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Emtia vadeli işlem sözleşmeleri, VOB-Ege Pamuk Vadeli İşlem Sözleşmesi, VOB-Anadolu Kırmızı Buğday Vadeli İşlem Sözleşmesi, VOB-Altın Vadeli İşlem Sözleşmesi olarak üç enstrümana ayrılmaktadır.

VOB-Ege Pamuk Vadeli İşlem Sözleşmesi ile yalnızca tekstil alanında faaliyet gösteren üretici, çırçırıcı, sanayici ve tüccarlar spot piyasadaki fiyat dalgalanmalarından kendilerini koruyarak önemli bir risk yönetim aracına kavuşmanın yanı sıra aynı zamanda finansal alanda faaliyet gösteren kurumlarında yeni bir yatırım aracını portföylerine eklemeleri sağlanmıştır. Böylelikle pamuk sadece bir tarım ürünü olmaktan çıkarak, bir yatırım aracına dönüşmüştür. Örneğin, bir pamuk üreticisi vadeli piyasalarda oluşan fiyatları göz önüne alarak ekim yapmayı yapmamaya, doğru ürünü seçmeye ve en uygun ekim miktarının ne olacağına VOB-

Ege Pamuk Vadeli İşlem Sözleşmesi kullanarak karar verebilir. Ayrıca ekmiş olduğu ürüne ait sözleşmeyi önceden satarak gelirini kendine göre makul bir fiyattan sabitleyebilir.

VOB-Anadolu Kırmızı Buğday Vadeli İşlem Sözleşmesi, Türkiye’de öne çıkan tarımsal ürünlerden biri olan buğdayın yüksek fiyat hareketliliğinden kaynaklanan risklerden, geniş bir kesimin korunmasına yardımcı olmaktadır. Bu sözleşmeler sayesinde, buğday üreticileri ya da bu üreticileri temsil eden çeşitli kuruluşlar, henüz ekim dönemindeyken ileride hasadı yapılacak olan buğdayın hangi fiyattan satılacağını bilip, fiyatların düşmesi halinde maruz kalacağı zararlara karşı kendilerini koruma altına almaktadırlar. Diğer yandan buğdayı hammadde olarak kullanan üreticiler, hammadde alımı yapacakları tarihte, buğdayın fiyatının yükselmiş olma olasılığına karşı, vadeli işlem sözleşmesinde işlem yapıp buğdayın gelecekte fiyatını sabitleyerek karşı karşıya oldukları riskten korunma olanağına sahip olmuşlardır. Ayrıca buğdayın yüksek fiyat hareketliliği sonucu, buğdaya dayalı vadeli işlem sözleşmeleri, mali kaynaklarını değerlendirmek isteyen yatırımcılara yüksek getiri olanağı sunan bir yatırım aracı olarak da hizmet etmektedir (www.vob.org.tr).

VOB-Altın Vadeli İşlem Sözleşmesi ile altın fiyatlarındaki değişikliklerden kaynaklanan risklerden korunulabilir. Kurumsal ya da bireysel yatırımcılar açısından da geleceğe yönelik altın fiyatı sabitlendiğinden, altının fiyat hareketi değişikliğinden olumsuz etkilenmeyecektir.

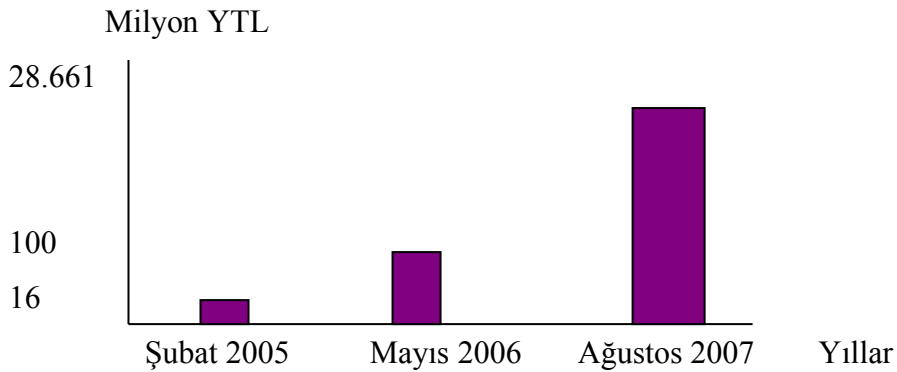
4.6. TÜRKİYE’DE VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASININ İŞLEM HACMİ

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası 4 Şubat 2005 tarihinde faaliyete geçmiştir. Faaliyete geçtiği ay toplam işlem hacmi 16.000.000 YTL olarak gerçekleşmiştir. 2006 Mayıs ayında VOB, yirmi yıldır faaliyet gösteren IMKB’nin 2003 yılı işlem hacminin yarısına ulaşarak, günlük işlem hacmi 100.000.000 YTL’ye ulaşmıştı. Bu gelişme VOB’un birçok iş adamı ve yatırımcı için alternatif bir yatırım aracı haline gelmiş olmasının göstergesidir (www.vob.org.tr).

22.08.2007 tarihi itibarıyla VOB işlem hacmi 693.072.000 YTL gerçekleşmiştir. Aynı tarihte VOB toplam sözleşme adedi, 10.190’a ulaşmış ve lot miktarı 165.233 olmuştur. İşlem hacminin 20.286YTL’si Euro, 83.493.882YTL’si Dolar, 609.548.910YTL’si Endeks-30, 9.350YTL’si Endeks-100 kontratlarında

gerçekleşti. Dolar da 149.272, Euro da 1.005 olan açık pozisyon sayısı, Endeks-30 kontratlarında 158.849, Endeks-100 kontratlarında 48 olarak gerçekleşmiştir. Toplam açık pozisyon sayısı ise 309.174 olmuştur (www.vob.org.tr).

Ağustos, 2007 için üye bazında aylık işlem hacimleri incelendiğinde, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 5.052.739.890YTL ile en yüksek işlem hacmine sahiptir. İş Yatırım'ı takip eden EFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş. 2.589.218.325YTL'lik işlem hacmi gerçekleştirmiştir. Türkiye Garanti Bankası A.Ş., Yapı Kredi Yatırım, Sanko Menkul Değerler A.Ş., Deniz Türev Menkul Değerler A.Ş., Turkish Yatırım A.Ş., Raymond James Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş., Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. üyelerinin her birinin ise ortalama 1.500.000.000YTL kadar işlem hacmi bulunmaktadır. Ağustos, 2007'de üyelerin toplam işlem hacmi 28.661.992.453YTL'ye ulaşmıştır (www.vob.org.tr).



Şekil 1.1. Türkiye'de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsa'sının işlem hacmi (VOBAŞ, www.vob.org.tr, 14.08.2007).

Şekil 1.1.'deki açıklamaların ışığında VOB'un faaliyete geçtiği Şubat 2005 işlem hacminin Ağustos 2007'de geldiği nokta gösterilmektedir. Bu rakamlar göstermektedir ki, VOB beklenenin üstünde büyüme göstererek, Türk finansal piyasaları, bireysel ve kurumsal yatırımcılar ve de genel ekonomiye çok büyük faydalar sağlayacak alternatif bir borsa haline gelmiştir.

4.7. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASININ TÜRK FİNANSAL PİYASALARINA SAĞLAYACAĞI FAYDALAR

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının Türk finansal piyasalarına ve reel sektöre sağlayacağı faydalar aşağıdaki gibi özetlenebilir.

1. Geleceğe yönelik fiyat keşfini sağlar.
2. Fiyat riskinden korunmayı yani etkin risk yönetimini sağlar.
3. Erken uyarı sinyalleri alınmasını sağlar.
4. Üretim planlamasının daha gerçekçi olmasını sağlar.
5. Reel sektöre, Türk girişimcilerine dünyadaki rakiplerin kullandığı etkin risk yönetim araçlarının sunulması sayesinde rekabet avantajı sağlar.
6. İstikrarın oluşmasına olumlu katkı sağlar.
7. Yatırım ortamının iyileştirilmesini sağlar.
8. Yabancı sermayenin ekonomiye girişine katkıda bulunur
9. Aracı kuruluşlar için bireysel yatırımcı sayılarının artması nedeniyle komisyon tutarlarının büyümesine neden olur.
10. Uzun vadede finansal piyasalarda çalışan personel sayısının artmasıyla, istihdam yaratır.
11. Spot piyasalarda işlem hacminin artmasına katkıda bulunur.
12. Finansal hizmetlerden kaynaklanan gelir artış sebebiyle milli gelir artışına katkıda bulunur.

Sonuç olarak Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası aracı kurumları, sermaye piyasası kurumlarını, nakit piyasaları, yatırımları, yatırımcıları, sermaye piyasası ve çalışanlarını, tarım ve sanayiye genel olarak da ekonomiyi olumlu şekilde etkilemektedir ve etkilemeye devam edecektir.

SONUÇ

Türk insanı 1980 yılından sonra serbest piyasa ekonomisine geçiş ile birlikte kendi dışında bir dünya olduğunun farkına varmış ve Türkiye Ekonomisi de İthal ikameci politikalardan kurtularak dış dünya ile yüzleşmeye başlamıştır. İlk kez firmalar, piyasa koşullarının ne demek olduğunu anlamaya başlamışlar ve piyasa koşullarının aslında hedge edilmesi gereken bir çok değişkenin oluşturduğu bir belirsizlik ortamı olduğunu keşfetmişlerdir.

Türkiye’de son yıllardan itibaren risk yönetimine önem verilmeye başlanmış ve risk yönetiminde kullanılan finansal türev araçlar mali çevrelerde de yoğun ilgi görmeye başlamıştır.

Ülkemizde iş dünyası risk kavramını yeterince tanımamaktadır. Elbette, istisnalar mevcuttur, ama gelişmiş piyasalarda artık çok iyi bilinen bu konu hâlâ ülkemizde fazla ilgi görmemektedir. Halbuki, risk kelimesi finansta gerçekleşmesi kesin olmayan olaylar için kullanılmaktadır. Eğer bir olayın gerçekleşmesi kesin ise o zaman bu olay bir risk değildir, zira böyle bir durumda ne olacağı zaten bellidir. Risk, ihtiyatlı olmayı gerektiren bir olgu olup, bilinmeyenleri kapsamaktadır.

Genel olarak menkul kıymet piyasalarında yapılan işlemlerle “sahiplik” transfer edilirken vadeli piyasalarda yapılan işlemlerde “risk” transfer edilmektedir. Bir aktif varlığın piyasa değeri, aktif varlığın taşıdığı hakların ve yükümlülüklerin piyasa değerleri arasındaki farktır. Dolayısıyla bir aktif varlığı satın alan taraf, satan tarafa piyasa değerini ödemek zorundadır.

Sabit getirili bir tahvilin yatırımcısı, tahvil vadesi boyunca faiz ödemeleri ve anaparayı alma hakkına sahiptir. Dolayısı ile tahvilin fiyatı, bu hakların bir fonksiyonudur. Piyasa koşulları değiştiğinde tahvilin piyasa değeri de değişir. Ancak değişken faizli bir tahvilde olduğu gibi bazı menkul kıymetlerin şartları piyasa şartlarına daha uyumludur. Değişken getirili tahvilin faiz ödemeleri ihraç şartlarında belirtilebileceği gibi aylık, altı aylık, yıllık gibi vadelerde de yeniden belirlenebilir. Değişken faizli tahvilin uyum sürecinin kısa olması tahvilin fiyat değişimindeki dalgalanmayı azaltır. Bir vadeli işlem sözleşmesi de değişken faizli bonoya benzer özellikler taşımaktadır. Vadeli işlem sözleşmesi de değişken faizli bonoya benzer özellikler taşır. Vadeli işlem sözleşmesi piyasa ile her gün uyumlaştığı için (mark to the market) değerinin istikrarını sağlamaktadır. Vadeli piyasalarda günlük uyarlama, bir anlamda kaybedenden kazanana bir nakit transferidir. Günlük uyarlama

mekanizması farklı vadeli fiyatlara sahip olsalar da bütün vadeli işlem kontratları için aynıdır. Bu sistem vadeli piyasalarda işlem hacmini artırmaktadır.

İşlem piyasalarının örgütlenmesi ise ayrı bir uzmanlık çalışmasıdır. Çalışma sadece yazılı düzenlenmelerin yapılması ile bitmemelidir. Bir piyasanın oluşumu arz ve talep mekanizmalarının akıcı bir şekilde çalışması yıllarca süren bir mesaiyi gerektirmektedir. Vadeli piyasalar, spot piyasalardan daha uzun bir zaman sürecinde gelişmektedir.

Ülkemizde son yıllarda uygulanan istikrar programı çerçevesinde kurlar düşme eğilimine girmiştir. Doların Yeni Türk Lirası karşısında ki hareketliliği ve Euro/Dolar paritesindeki hareketlilik, dövizle iş yapanların risklerini önemli ölçüde arttırmıştır. Bu riske karşı; gelişmiş ülkelerde yaygın bir biçimde kullanılan sistemler, firmalara döviz riskini tek başına almamaları, dalgalanmalara karşı riskleri asgariye indirebilmek için "hedging" yöntemlerine başvurmaları konusunda yardımcı olmayı amaçlamıştır.

Son yıllarda ülkemizde mali piyasalar gelişmiştir. Ancak gelişen mali piyasalar, hep mal veya mali varlıkların anında el değiştirdiği "spot" piyasalar olmuştur. Ancak, kontratın bugün yapılıp mal veya mali varlıkların ilerideki bir tarihte el değiştireceği piyasalarının gelişebilmesi mümkün olamamıştır. Nitekim, dalgalı kur sistemine geçişle beraber vadeli döviz piyasasına işlerlik kazandırılmasının dövizdeki dalgalanmayı düşüreceği varsayımından hareketle vadeli döviz piyasası kurulmuş, fakat belirli bir süre çalıştırılmamıştır. Bunun en önemli nedeni, ülkemizdeki yüksek enflasyon ve onun yarattığı dalgalanmalardır.

Vadeli işlemler piyasası; ekonomideki risklerin dağıtılabilmesi açısından son derece yararlı piyasalar olup, fiyat hareketlerini yumuşatmanın yanı sıra belirsizliği azaltmaktadır. Ancak, bunlar enflasyonun tek haneli rakamlarda olduğu, faizlerin de yılda en fazla bir kaç puan içinde dalgalandığı ekonomilerde gerçekleşmektedir. Yüksek enflasyon ortamında faizlerin de sıklıkla değişebilir olması vadeli piyasalardaki fiyatlamanın en büyük referansını güvenilir bir gösterge yapmaktadır. Doğal olarak, vadelerin kısa olduğu bir ekonomide bu piyasalar çalışmamakta ve vadenin olmadığı yerde vadeli piyasalarda gelişmemektedir.

Türkiye'de 4 Şubat 2005 tarihinde faaliyete geçen Vadeli İşlemler Piyasasının kullanımının ardından, vadelerin uzamaya başladığı görülmüştür. Ülkemiz vadeli işlemler konusunda oldukça yeni olmasına rağmen, VOB piyasaların

derinleşmesine, ithalatçı ve ihracatçının risklerini elimine etmesine önemli katkılar sağlamıştır.

VOB ile geleceğe yönelik fiyatların oluşması ile etkin risk yönetimi yapılabilmekte, yatırımcılar açısından alternatif bir yatırım aracı oluşturularak yatırım maliyetlerinin düşük ve esnek yapılabilmelerini sağlamaktadır. Bu gelişmeler Türkiye’de Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası’nın ekonomik istikrarı sağlamada önemli bir rol oynayacağını göstermektedir.

KAYNAKLAR

- Akbulut, D. (1995). Risk yönetimi ve finansman mühendisliği. *Bankacılar Dergisi*, 12(15):16.
- Akgiray, V. (2000). Finansal yeniliklerin ve risk yönetiminin ekonomik kalkınmaya Katkıları. *İMKB Dergisi*, 2(5):17.
- Akkum, T. (2000). Döviz opsiyonları ve opsiyon fiyatlandırma modelleri. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 4(1):9.
- Aksöyek, İ. (1987). *Uluslararası İşletmelere Döviz Kurunun Etkileri ve Bu Etkilerin Yok Edilmesi*. Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, ss.103-120.
- Andın, E. (1998). Türev piyasalar; forward, future swap ve option işlemleri. *Vergi Dünyası Dergisi*, 1(225):137.
- Apak, S.(1992). Uluslararası Finansal Teknikler. *İstanbul Emlak Bankası Yayınları*,s.36
- Arı, M. (1999). *Vadeli İşlemler Piyasaları ve İzmir Pamuk Vadeli İşlemler Piyasası*. Yüksek Lisans Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, ss.20-35.
- Ayyıldız, C. (1989). *Döviz Kuru Riskinin Azaltılmasında Uygulanan Yöntemler*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, ss.10-50.
- Bağcı, H. (Temmuz 2004). Vadeli işlemlerde yeni döneme başlarken. <http://www.vob.org.tr>, (15.05.2006).
- Ceylan, A. (1993). *Finansal Teknikler*. Uludağ Üniversitesi Basım Evi, Bursa, ss.153-237.
- Ceylan, A. ve Korkmaz, T. (2000). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analiz*. Ekin Yayınları, Bursa, ss.160-186.
- Cooley, P. ve FASTER, R.P. (1991). *Business Financial Management*. The Draydon Press, ABD, ss.28-36.
- Coşkun, A.(2002). Vadeli işlemler piyasalarında elektronik ticaret ve İMKB vadeli işlemler piyasası.

- http://www.alicoskun.net/Publications/BMEY_2002_vadeliislemler.pdf,
(15.04.2007).
- Coutarelli, A. S. (1997). *Venture Capital in Europe*. Pregeas Yayınları, New York, ss.56-98.
- Dinler, Z. (19995). *İktisada Giriş*. Etkin Kitabevi Yayınları, Bursa, ss.501-503.
- Doğukanlı, H. (2001). *Uluslararası Finans*. Nobel Kitabevi, Adana, ss.55-143.
- Edward, J. (1990). *Futures and Options For Private Investor*. The Jons Hopkins University Pres, Moryland, ss.32-46.
- Eiteman, S. (1989). *Multinationals Business Finance*. Addison Wessley Press, Newyork. Ss.39-56.
- Erdem, Y. (1993). Vadeli işlem piyasaları “forward & futures” ve Türkiye’de oluşumunun ekonomik şartları. *Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Yayınları*, İstanbul, ss.27-29.
- Erdoğan, N. (1994). *Uluslararası İşletmelerde Mali Risk Yönetimi ve Çağdaş Finansman Teknikleri*. Mü-ka Yayıncılık, Ankara, ss. 96-108.
- Erdoğan, O. (Temmuz 2004). Genel olarak vadeli işlemler. <http://www.spk.gov.tr/yayinlar>, (10.05.2007).
- Erol, Ü. (1994). Futures Piyasaları: Teori ve Pratik. *Türkiye Bankalar Birliği*, Ankara, ss.21-24.
- Ersan, İ. (1998). *Finansal Türevler*. Literatür Yayıncılık, İstanbul, ss. 87-197.
- Ertürk, E. (1994). *Döviz Ekonomisi*. Der Yayınları, İstanbul, ss. 78-79.
- Finansal derinlik. *Dünya Gazetesi*. (28 Ekim, 2001).
- Finansonline Vadeli İşlemler Eğitimi. https://www.finansonline.com/pages_vob_vobhelp.asp, (30.05.2007)
- Gümüşeli, S. (1994). Döviz kuru ve faiz oranı riskinden korunma yöntemleri. *Türkiye Bankalar Birliği Yayınları*, Ankara, ss.22-24.
- Güran, N. (1987). *Döviz Kuru Sistemleri ve Ekonomik Denge*. Dokuz Eylül Yayınları, İzmir, ss.7-9.
- Hedging. *Milliyet*. (27 Haziran, 2006).
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.(Nisan 2007). İMKB vadeli işlemler piyasası. <http://imkb.gov.tr/piyasalar/vadeli/htm>, (18.04.2007).
- İyibozkurt, M.E. (1985). *Uluslararası İktisat Teorisi*, Uludağ Üniversitesi Yayınları, Bursa, s.9.

- Kalaycıoğlu, S. (1983). *Esnek Kur Sistemi ve Türkiye Uygulaması*. Fatih Yayınevi, İstanbul, ss.57-59.
- Karamustafa, O. (1995). *Türkiye’de 500 Büyük Firmada Döviz Kuru Riski Yönetimine İlişkin Bir Saha Araştırması*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, ss.75-98.
- Karlık, R. (1984). *Uluslararası Ekonomi*. Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, ss.68-102.
- Kaygusuz, S. Y. (1998). *Finansal Türev Ürünlerinde Muhasebe Esasları*. SPK Yayınları, 18(113):28.
- Kindleberger, C. P. (1970). *Uluslar arası İktisat*. Serin, N. (Çev.), Doğan Yayınevi, Ankara, ss.146-178.
- Kolb, B. A. ve Demong, R.F. (1998). *Principles Of Financial Management*. Business Publication INC, Texas, s.78.
- Özbek, D. (1998). *Döviz Kuru Sisteminde Seçenekler*. Gazi Üniversitesi İktisat Bölümü Yayını, Ankara, ss.19-20.
- Özdemirci, F. (2000). Türev işlemlerin damga vergisi karşısındaki durumu. *Vergi Dünyası Dergisi*, 5(225):80.
- Özen, T. (Ocak, 2007). Vadeli işlemler piyasasının özellikleri ve sağlayacağı yararlar. <http://www.turgip.com.tr>, (12.02.2007).
- Parasız, İ. ve Yıldırım, K. (1994). *Uluslar arası Finansman Teori ve Uygulama*. Ezgi Kitabevi, Bursa, ss.77-124.
- Pirinçci, H. (2000). *Swap İşlemleri ve Türkiye’deki Uygulaması*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, ss.24-32.
- Seyidoğlu, H. (1997). *Uluslararası Finans*. Güzem Yayınları, İstanbul, ss.136-246.
- Söyler, H. (Ocak 2004). Döviz kurları üzerine işlemler. http://www.alomaliye.com/halil_soyler_doviz_kur_islemler.htm, (18.04.2007).
- TCMB. (Mayıs 2005). Vadeli (forward) döviz piyasaları. (18.04.2007). http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/vadelidovizpiy.htm, (18.04.2007).
- TSPAKB. (Mayıs 2004). Vadeli işlemlere başlarken. <http://www.gedik.com/vadeliislemler/vob>, (15.05.2007).
- Türev araçlar lisanslama rehberi. (2004). Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası. Temmuz 2004, ss.10-200.
- Türkiye’de risk. *Hürriyet*. (03.04.1996).
- Uyanık, N. K. (1998). Vadeli işlemler piyasaları. *Maliye Dergisi*, 26(127):32.

- Uzunoğlu, S. (1999). *Para ve Döviz Piyasaları*. Litaratür Yayıncılık, İstanbul, ss.25-149.
- Ünay, C. (Ocak 2005). Döviz kurları, esnek kur, sabit kur, denetimli kur. http://www.ekodialog.com/Konular/doviz_kur_cest.html, (18.04.2007).
- Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği, (2003), Md.16.
- Vob Eğitimi, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/DesktopDefault.aspx>
- Yoga, G. ve Hall, T. (2001). *Institute View: Opacity*. The Milken Institute Review, ABD, ss.18-20.

EKLER

EK.1. “VOB-YTL DOLAR” VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ

- Dayanak Varlık** : Yeni Türk Lirası / ABD Doları kuru.
- Sözleşme Büyüklüğü** : 1.000 ABD Doları.
- Kotasyon Şekli** : 1 ABD Doları'nın Yeni Türk Lirası cinsinden değeri virgülden sonra dört basamak halinde kote edilir (örn. 1,4155 YTL veya 1,4160 YTL).
- Günlük Fiyat Marjı** : Baz fiyatın % + - 10'udur.
- Minimum Fiyat Adımı** : 0,0005 (Minimum fiyat adımının değeri 0,5 YTL'ye karşılık gelir).
- Vade Ayları** : Aynı anda Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık aylarında en yakın üç tanesine ait sözleşmeler işlem görür.
- Sözleşmenin Vadesi** : Her vade ayının son iş günü.
- Son İşlem Günü** : Her vade ayının son iş günü.
- Uzlaşma Şekli** : Nakdi uzlaşma.
- Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı** : TCMB'nin son işlem günü saat 15:30 itibariyle açıklayacağı gösterge niteliğindeki ABD Doları satış kuru.
- Gün Sonu Uzlaşma Fiyatı** :Günlük uzlaşma fiyatı, ilgili sözleşmede açık pozisyonların yeniden değerlemesinde esas alınan fiyattır. Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı şu şekilde hesaplanır:
1. Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir.
 2. Eğer son 10 dakika içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınır.

EK.2. “VOB-İMKB 30” VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ

- Dayanak Varlık** : İMKB-30 ulusal hisse senedi fiyat endeksinin hesaplama yöntemi kullanılarak bu endekse dahil olan şirketlerin hisse senedi fiyatlarından elde edilen değer.
- Sözleşme Büyüklüğü** : İMKB-30 ulusal hisse senedi fiyat endeksinin 1.000’e bölünmesinden sonra 100 YTL ile çarpılması sonucu bulunan değer (İMKB-30 Endeksi/1000)*100 YTL gibi (örn. 29,425*100=2.942,5 YTL).
- Kotasyon Şekli** : İMKB-30 Endeksi’nin 1000’e bölünmüş değeri virgülden sonra üç basamak halinde kote edilir (örn. 23,525 veya 23,550).
- Günlük Fiyat Marjı** : Baz fiyatın % + - 10’udur.
- Minimum Fiyat Adımı** : 0,025 (25 endeks puanı)
(Min. fiyat adımı değeri=2,5 YTL).
- Vade Ayları** : Aynı anda Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık aylarında en yakın üç tanesine ait sözleşmeler işlem görür.
- Sözleşmenin Vadesi** : Her vade ayının son iş günü.
- Son İşlem Günü** : Her vade ayının son iş günü.
- Uzlaşma Şekli** : Nakdi uzlaşma.
- Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı** : Son işlem günü borsada seansın kapanmasından önceki 15 dakika içerisinde, İMKB’de gerçekleşen ve aralarında 30 saniyeden daha az süre olmaksızın rasgele seçilen 10 adet İMKB-30 ulusal hisse senedi fiyat endeksi değerinin aritmetik ortalaması vadeli işlem sözleşmesinde vade sonu uzlaşma fiyatı olarak kullanılır. İMKB seansının borsa seansından önce kapanması durumunda, yöntem aynı kalmak suretiyle hesaplamalar İMKB seansının son 15 dakikalık bölümünde gerçekleşen İMKB-30 ulusal hisse senedi fiyat endeksi değerleri esas alınarak yapılır.
- Gün Sonu Uzlaşma Fiyatı** :Günlük uzlaşma fiyatı, ilgili sözleşmede açık pozisyonların yeniden değerlendirilmesinde esas alınan fiyattır. Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı şu şekilde hesaplanır:
1. Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir.
 2. Eğer son 10 dakika içerisinde 10’dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınır.

EK.3. “VOB-İMKB 100” VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ

- Dayanak Varlık** : İMKB-100 ulusal hisse senedi fiyat endeksinin hesaplama yöntemi kullanılarak bu endekse dahil olan şirketlerin hisse senedi fiyatlarından elde edilen değer.
- Sözleşme Büyüklüğü** : İMKB-100 ulusal hisse senedi fiyat endeksinin 1.000’e bölünmesinden sonra 100 YTL ile çarpılması sonucu bulunan değer (İMKB-30 Endeksi/1000)*100 YTL gibi (örn. 29,425*100=2.942,5 YTL).
- Kotasyon Şekli** : İMKB-100 Endeksi’nin 1000’e bölünmüş değeri virgülden sonra üç basamak halinde kote edilir (örn. 23,525 veya 23,550).
- Günlük Fiyat Marjı** : Baz fiyatın % + - 10’udur.
- Minimum Fiyat Adımı** : 0,025 (25 endeks puanı)
(Min. fiyat adımı değeri=2,5 YTL).
- Vade Ayları** : Aynı anda Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık aylarında en yakın üç tanesine ait sözleşmeler işlem görür.
- Sözleşmenin Vadesi** : Her vade ayının son iş günü.
- Son İşlem Günü** : Her vade ayının son iş günü.
- Uzlaşma Şekli** : Nakdi uzlaşma.
- Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı** : Son işlem günü borsada seansın kapanmasından önceki 15 dakika içerisinde, İMKB’de gerçekleşen ve aralarında 30 saniyeden daha az süre olmaksızın rasgele seçilen 10 adet İMKB-100 ulusal hisse senedi fiyat endeksi değerinin aritmetik ortalaması vadeli işlem sözleşmesinde vade sonu uzlaşma fiyatı olarak kullanılır. İMKB seansının borsa seansından önce kapanması durumunda, yöntem aynı kalmak suretiyle hesaplamalar İMKB seansının son 15 dakikalık bölümünde gerçekleşen İMKB-100 ulusal hisse senedi fiyat endeksi değerleri esas alınarak yapılır.
- Gün Sonu Uzlaşma Fiyatı** :Günlük uzlaşma fiyatı, ilgili sözleşmede açık pozisyonların yeniden değerlendirilmesinde esas alınan fiyattır. Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı şu şekilde hesaplanır:
1. Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir.
 2. Eğer son 10 dakika içerisinde 10’dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınır.

EK.4. “VOB-DİBS 91” VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ

Dayanak Varlık : Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen 91 günlük Hazine Bonoları

Sözleşme Büyüklüğü : 100 YTL nominal değer üzerinden 100 adet Hazine Bonosu (Nominal olarak 10.000 YTL’ye karşılık gelen Hazine Bonosu) (örn. $94,475 \times 100 = 9.445,7$ YTL gibi).

Kotasyon Şekli : 100 YTL nominal olarak bononun fiyatı virgülden sonra üç basamak halinde kote edilir (örn. 94,546 YTL 94,547 YTL).

Günlük Fiyat Marjı : Baz fiyatın % + - 2’sidir.

Minimum Fiyat Adımı : 0,001 (Minimum Fiyat Adımı Değeri = 0,1 YTL).

Vade Ayları : Aynı anda Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık aylarında en yakın üç tanesine ait sözleşmeler işlem görür.

Sözleşmenin Vadesi : Her ay içerisinde eğer daha evvelden açıklanmış 91 günlük bir bono ihalesi mevcut ise ihracın yapıldığı günden sonraki iş günü sözleşmenin vadesi olarak kabul edilir. Eğer o ay içerisinde daha evvelden bir ihraç tarihi açıklanmamışsa veya ihraç beklenmiyorsa o ayın üçüncü Salı gününde nakdi uzlaşma yapılır.

Son İşlem Günü : Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılan 91 günlük Hazine Bonosu’nun ihraç edileceği haftaya düşen Pazartesi günüdür. Bugünlerde işlemler saat 12:00’da durdurulur. Eğer o ay içerisinde bir ihraç yoksa sözleşmenin son işlem günü vade ayının üçüncü Pazartesi’dir ve işlemler normal saatinde bitirilir.

Uzlaşma Şekli : Nakdi uzlaşma.

Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı : Son uzlaşma fiyatı Hazine Müsteşarlığı’nın açmış olduğu 91 günlük Hazine Bonosu ihalesinde belirlenen ortalama faiz oranı kullanılarak hesaplanan 91 günlük Hazine Bonosu fiyatıdır. Eğer sözleşmenin vade sonuna denk gelen bir ihraç yok ise sözleşmenin son uzlaşma fiyatı İMKB tarafından son işlem gününde işlemler bittikten sonra açıklanan 91 günlük DİBS fiyat endeksi değeri kullanılarak hesaplanan 91 günlük Hazine Bonosu değeridir.

Gün Sonu Uzlaşma Fiyatı : Günlük uzlaşma fiyatı, ilgili sözleşmede açık pozisyonların yeniden değerlendirilmesinde esas alınan fiyattır. Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı şu şekilde hesaplanır:

1. Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir.
2. Eğer son 10 dakika içerisinde 10’dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınır.

EK.5. “VOB-DİBS 365” VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ

Dayanak Varlık : Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen 365 günlük Hazine Bonoları

Sözleşme Büyüklüğü : 100 YTL nominal değer üzerinden 100 adet Hazine Bonosu (Nominal olarak 10.000 YTL’ye karşılık gelen Hazine Bonosu) (örn. $80,665 \times 100 = 8.066,5$ YTL gibi).

Kotasyon Şekli : 100 YTL nominal olarak bononun fiyatı virgülden sonra üç basamak halinde kote edilir (örn. 80,670 YTL 80,675 YTL).

Günlük Fiyat Marjı : Baz fiyatın % + - 5’idir.

Minimum Fiyat Adımı : 0,005 (Minimum Fiyat Adımı Değeri = 0,5 YTL).

Vade Ayları : Aynı anda Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık aylarında en yakın üç tanesine ait sözleşmeler işlem görür.

Sözleşmenin Vadesi : Vade ayının üçüncü Salı’sıdır.

Son İşlem Günü : Vade ayının üçüncü Pazartesi’dir.

Uzlaşma Şekli : Nakdi uzlaşma.

Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı : Son uzlaşma fiyatı İMKB tarafından son işlem gününde işlemler bittikten sonra açıklanan 365 günlük DİBS fiyat endeksi değeri kullanılarak hesaplanan 365 günlük Hazine Bonosu değeridir.

Gün Sonu Uzlaşma Fiyatı : Günlük uzlaşma fiyatı, ilgili sözleşmede açık pozisyonların yeniden değerlendirilmesinde esas alınan fiyattır. Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı şu şekilde hesaplanır:

1. Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir.
2. Eğer son 10 dakika içerisinde 10’dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınır.

EK.6. “VOB-EGEPAMUK” VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ

<u>Dayanak Varlık</u>	: Ege Standart 1 baz kalite pamuk.
<u>Sözleşme Büyüklüğü</u>	: 1.000 kg. (1 ton).
<u>Kotasyon Şekli</u>	: 1 kg. pamuğun YTL cinsinden değeri virgülden sonra üç basamak halinde kote edilir (örn. 1,750YTL veya 1,755 YTL).
<u>Günlük Fiyat Marjı</u>	: Baz fiyatın % + - 10’udur.
<u>Minimum Fiyat Adımı</u>	: 0,005 (Minimum fiyat adımı değeri=5 YTL).
<u>Vade Ayları</u>	: Aynı anda Mart, Mayıs, Temmuz, Ekim ve Aralık aylarından en yakın beş vade ayına ait sözleşmeler işlem görür.
<u>Sözleşmenin Vadesi</u>	: Her vade ayının son iş günü.
<u>Son İşlem Günü</u>	: Her vade ayının son iş günü.
<u>Uzlaşma Şekli</u>	: Nakdi uzlaşma.

Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı : Dayanak varlığın vade ayı son işlem günü ve öncesindeki asgari iki iş gününe ait İzmir Ticaret Borsası’nda oluşan Ege Standart 1 baz kalite pamuk fiyatlarının miktar ağırlıklı ortalaması son işlem günü Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı olarak alınır.

Gün Sonu Uzlaşma Fiyatı : Günlük uzlaşma fiyatı, ilgili sözleşmede açık pozisyonların yeniden değerlendirilmesinde esas alınan fiyattır. Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı şu şekilde hesaplanır:

1. Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir.
2. Eğer son 10 dakika içerisinde 10’dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınır.

EK.7. “VOB-ANADOLU KIRMIZI BUĞDAY” VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ

<u>Dayanak Varlık</u>	: Anadolu kırmızı sert baz kalite buğday.
<u>Sözleşme Büyüklüğü</u>	: 5.000 kg. (5 ton).
<u>Kotasyon Şekli</u>	: 1 kg. buğdayın YTL cinsinden değeri virgülden sonra dört basamak halinde kote edilir (örn. 0,3865 YTL veya 0,3870 YTL).
<u>Günlük Fiyat Marjı</u>	: Baz fiyatın % + - 10’udur.
<u>Minimum Fiyat Adımı</u>	: 0,0005 (Minimum fiyat adımı değeri=2,5 YTL).
<u>Vade Ayları</u>	: Aynı anda Mart, Mayıs, Temmuz, Ekim ve Aralık aylarından en yakın beş vade ayına ait sözleşmeler işlem görür.
<u>Sözleşmenin Vadesi</u>	: Her vade ayının son iş gününden bir önceki iş günü.
<u>Son İşlem Günü</u>	: Her vade ayının son iş gününden bir önceki iş günü.
<u>Uzlaşma Şekli</u>	: Nakdi uzlaşma.

Vade Sonu Uzlaşma Fiyatı : Polatlı Ticaret Borsası’nda, Edirne, Eskişehir, Konya, Gaziantep, Karaman, Çorum, Uzunköprü ve Yozgat Ticaret Borsaları’nda Anadolu kırmızı sert buğdayı için son işlem gününde ve önceki bir işlem gününde oluşmuş fiyatlar elde edilir. Bu fiyatlara çeşitli uygulanarak uzlaşma fiyatına varılır.

Gün Sonu Uzlaşma Fiyatı: Günlük uzlaşma fiyatı, ilgili sözleşmede açık pozisyonların yeniden değerlendirilmesinde esas alınan fiyattır. Seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı şu şekilde hesaplanır:

1. Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir.
2. Eğer son 10 dakika içerisinde 10’dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınır.

ÖZGEÇMİŞ

Nazan FİSTİKÇİ, 1984 yılında Gaziantep’te doğdu. İlk ve Orta öğrenimini Gaziantep’te tamamladı. 2004 yılında Çukurova Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü’nden mezun oldu. 2005 yılında Başak Emeklilik A.Ş.’de başladığı görevinden 2007 yılında ayrıldı. 2007 yılında Finansbank A.Ş. ‘de Bireysel Pazarlama yetkilisi olarak göreve başladı. Nazan FİSTİKÇİ temel düzeyde İngilizce bilmekte olup, ileri düzeyde bilgisayar kullanabilmektedir. Finansbank’ta yeni başladığı görevine devam etmektedir.

VİTAE

Nazan FİSTİKÇİ was born in Gaziantep in 1984. Educated from elementary and secondary school in Gaziantep. Graduated from Faculty of Economics and Administrative Sciences in Cukurova University. Duty that she start in Başak Retirement A.Ş in 2005, left in 2007. Started in the same year at Finansbank A.Ş. as Individual Marketing competent. Nazan Fıstıkçı knows base level English and uses computer with superior level. She still lasting her duty in Finansbank A.Ş.