

T.C.

MUĞLA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

**TÜRKİYE'DE VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ ve BU SÖZLEŞMELERİN BANKA
KÖKENLİ ARACI KURUMLARIN FİNANSAL RASYOLARI ÜZERİNE ETKİLERİNİN
ÖLÇÜLMESİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

VOLKAN KARAKOÇAK

Yrd. Doç. Dr. EMİN UZUN

TEMMUZ, 2008

MUĞLA

T.C.

MUĞLA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

**TÜRKİYE'DE VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ ve BU SÖZLEŞMELERİN BANKA
KÖKENLİ ARACI KURUMLARIN FİNANSAL RASYOLARI ÜZERİNE ETKİLERİNİN
ÖLÇÜLMESİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

VOLKAN KARAKOÇAK

Yrd. Doç. Dr. EMİN UZUN

TEMMUZ, 2008

MUĞLA

T.C.

MUĞLA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI ADI

**TÜRKİYE'DE VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ ve BU SÖZLEŞMELERİN BANKA
KÖKENLİ ARACI KURUMLARIN FİNANSAL RASYOLARI ÜZERİNE ETKİLERİNİN
ÖLÇÜLMESİ**

VOLKAN KARAKOÇAK

Sosyal Bilimler Enstitüsünce
“Yüksek Lisans”

Diploması Verilmesi İçin Kabul Edilen Tezdir.

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih :02.07.2008

Tezin Sözlü Savunma Tarihi :25.06.2008

Tez Danışmanı : Yrd. Doç. Dr. Emin UZUN

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Selim BEKÇİOĞLU

Jüri Üyesi : Doç. Dr. Erkan POYRAZ

Enstitü Müdürü : Prof. Dr. Aslan EREN

TEMMUZ, 2008

MUĞLA

TUTANAK

Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün 29/05/2008 tarih ve 25/4 sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 23. maddesine göre, İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans öğrencisi Volkan KARAKOÇAK'ın "Türkiye'de Vadeli İşlem Sözleşmeleri ve Bu Sözleşmelerin Banka Kökenli Aracı Kurumların Finansal Rasyoları Üzerine Etkilerinin Ölçülmesi" adlı tezini incelemiş ve aday 25/06/2008 tarihinde saat 15:00'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 60 dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin **kabul** olduğuna **oy birliği** ile karar verildi.

Tez Danışmanı

Yrd. Doç. Dr. Emin UZUN

Üye

Prof. Dr. Selim BEKÇİOĞLU

Üye

Doç. Dr. Erkan POYRAZ

YEMİN

Yüksek lisans tezi olarak sunduğum “Türkiye’de Vadeli İşlem Sözleşmeleri ve Bu Sözleşmelerin Banka Kökenli Aracı Kurumların Finansal Rasyoları Üzerine Etkilerinin Ölçülmesi” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça’da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

02/07/2008

Volkan KARAKOÇAK

YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ VERİ GİRİŞ FORMU

YAZARIN

MERKEZİMİZCE DOLDURULACAKTIR.

Soyadı : KARAKOÇAK

Adı : VOLKAN

Kayıt No:

TEZİN ADI

Türkçe : TÜRKİYE'DE VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ ve BU SÖZLEŞMELERİN BANKA KÖKENLİ ARACI KURUMLARIN FİNANSAL RASYOLARI ÜZERİNE ETKİLERİNİN ÖLÇÜLMESİ

Y. Dil : FUTURES TRANSACTION CONTRACTS in TURKEY and MEASURING EFFECTS OF THESE CONTRACTS ON FINANCIAL RATIOS OF BANK-ORIGIN INTERMEDIARY INSTITUTIONS

TEZİN TÜRÜ: Yüksek Lisans

Doktora

Sanatta Yeterlilik

•

0

0

TEZİN KABUL EDİLDİĞİ

Üniversite : MUĞLA ÜNİVERSİTESİ

Fakülte :

Enstitü : SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Diğer Kuruluşlar :

Tarih :

TEZ YAYINLANMIŞSA

Yayımlayan :

Basım Yeri :

Basım Tarihi :

ISBN :

TEZ YÖNETİCİSİNİN

Soyadı, Adı : UZUN EMİN Ünvanı : Yrd. Doç. Dr.

TEZİN YAZILDIĞI DİL : TÜRKÇE

TEZİN SAYFA SAYISI: 184

TEZİN KONUSU (KONULARI) :

1. VADELİ İŞLEMLER
2. FİNANSAL RASYO ANALİZİ
3. BANKA KÖKENLİ ARACI KURUMLAR ÜZERİNE UYGULAMA

TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELER :

1. VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ
2. FİNANSAL RASYO ANALİZİ
3. BANKA KÖKENLİ ARACI KURUM

İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMER:

1. FUTURES TRANSACTION CONTRACTS
2. FINANCIAL RATIO ANALYSES
3. BANK-ORIGIN INTERMEDIARY INSTITUTIONS

- 1- Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum
- 2- Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümünün fotokopisi alınabilir
- 3- Kaynak gösterilmek şartıyla tezimin tamamının fotokopisi alınabilir

Yazarın İmz:asi:

Tarih : /02/07/20008

ÖNSÖZ

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) 4 Şubat 2005’de faaliyete geçmiştir. VOB’ da işlemlerin başlamasıyla birlikte finansal piyasalarımızda yeni bir dönem başlamış ve finansal sistemimizdeki bir eksiklik giderilmiş bulunmaktadır. Artık geleceğe yönelik fiyatlar, şimdiden bu Borsada oluşmaktadır. VOB, her geçen günde artan işlem hacimleri ve müşteri sayısı ile beraber daha da derinleşmektedir. Gelecekte var olan dayanak varlıklara olan talep artışını, yeni dayanak varlıkların ortaya çıkmasını, opsiyon sözleşmelerinin de devreye gireceğini düşünerek, bu piyasanın daha da derinleşeceği ve likidite akışının daha sağlıklı olacağı sonucuna varılabilir. Şüphesiz aracı kurumlarda, bu yeni piyasayla beraber her geçen gün işlem hacimlerini ve dolayısıyla kârlılık tutarlarını arttıracaktır. Bu çalışma ile vadeli işlem sözleşmelerinin, işlem hacimleri hâli hazırda diğer aracı kurumlardan daha yüksek olan banka kökenli aracı kurumların finansal tablolarında, dolayısıyla finansal rasyolarında ne gibi değişikliklere yol açtığı ölçülmesi amaçlanmıştır.

Bu çalışmada, banka kökenli aracı kurumların vadeli işlemlerle beraber, net satışlarını dolayısıyla net kârlarını oldukça yükselttiği anlaşılırken, kısa vadeli borçlanmalarında da oluşan artışlarla beraber öz sermayelerini daha da güçlendirici tedbirler alması gerektiği görülmektedir. Bu piyasada var olan kaldıraç kullanımıyla beraber, bu aracı kurumlar aracılık yaptıkları işlemlerden almış oldukları komisyon oranları düşürdüğü ancak net satışlarında, kullandırmış oldukları kredilerden almış oldukları faiz gelirlerinde ve yöneticilik yaptıkları portföyler de ki artışla beraber daha fazla net kâra ulaştığı anlaşılabilmektedir. İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. için yapılmış olduğumuz finansal rasyo analizleri sonucu ortaya çıkan tablo da, bu açıklamayı destekler niteliktedir.

Çalışma boyunca danışmanlıktan çok öte bir ilgi göstermesinden dolayı Danışman Hocam Yrd. Doç. Dr. Emin UZUN' a sonsuz şükranlarımı iletiyorum. Ayrıca piyasadaki tecrübelerini ve çevresini benimle paylaşmaktan kaçınmayan OYAK Bank Veri Ambarı Yönetimi'nden Barbaros YONAR' a, ilgisini benden esirgemeyen Prof. Dr. Erdoğan GAVCAR' a, konu başlığının oluşması ve gerekli verilere ulaşmam da bana rehber olan VOBAŞ Sözleşme Araştırma ve İstatistik Müdürlüğü'nden Emir ÇETİNKAYA' ya, bir buçuk seneden fazla kahrımı çeken değerli dostum Sinan TUNA ve çalışma arkadaşlarım Emine DURAL, Hasan TOPRAKÇI, Hamza AKERCAN, Recep AKERCAN' a ve son olarak bir gün dahi desteklerini benden esirgemeyen aileme, özellikle cefakar babama teşekkürlerimi iletmek boynumun borcudur.

Volkan KARAKOÇAK

Muğla 2008

İÇİNDEKİLER**Sayfa No**

ÖNSÖZ	I
ÖZET	III
ABSTRACT	IV
İÇİNDEKİLER	V
TABLolar LİSTESİ	XIV
ŞEKİLLER LİSTESİ	XV
KISALTMALAR	XVI

GİRİŞ	1
1. FİNANSAL PİYASALAR	4
1.1. Para ve Sermaye Piyasaları	7
1.1.1 Para Piyasası	7
1.1.2 Sermaye Piyasası	10
1.1.3 Para ve Sermaye Piyasası'nın Farklılaştırılması	13
1.2 Spot ve Türev Piyasalar	15
1.2.1 Türev (Vadeli) ve Spot Piyasalar Arasındaki İlişki	19
1.3 Organize ve Tezgâh üstü Piyasalar	19
1.4 Altın Piyasası	21
1.5 Kambiyo Piyasası	24

2.VADELİ İŞLEMLER PİYASALARI ve VOBAS 27**(Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.)**

2.1 Vadeli İşlemler	27
2.1.1 Vadeli İşlemler Piyasası Tanımı ve Temel Kavramlar	27
2.1.2 Vadeli İşlemlerin Tarihsel Gelişimi	30
2.1.2.1 Vadeli İşlemlerin Dünyadaki Tarihsel Gelişimi	30
2.1.2.2 Vadeli İşlemlerin Türkiye'deki Tarihsel Gelişimi	31
2.1.3 Vadeli İşlemler Piyasasında Aktörler	33
2.1.4 Vadeli İşlemler Piyasalarının Önemi	35
2.1.5 Vadeli İşlemler Piyasaları Yatırım Araçları	37
2.1.5.1 Forward Sözleşmeler	37
2.1.5.1.1 Forward Sözleşmesinin Tanımı	37
2.1.5.1.2 Forward Sözleşmesinin Fiyatlaması	38
2.1.5.2 Futures Sözleşmeler	41
2.1.5.2.1 Döviz Futures Sözleşmeler	43
2.1.5.2.1.1 Döviz Futures Sözleşmelerinin Tanımı	43
2.1.5.2.1.2 Döviz Futures Sözleşmelerinin Fiyatlaması	44
2.1.5.2.2 Endeks Futures	46
2.1.5.2.2.1 Endeks Futures Sözleşmesinin Tanımı	46
2.1.5.2.2.2 Endeks Futures Sözleşmesinin Fiyatlaması	48
2.1.5.2.3 Emtia Futures Sözleşmeler	50

2.1.5.2.3.1 Emtia Futures Sözleşmesinin Tanımı	50
2.1.5.2.3.2 Emtia Futures Sözleşmesinin Fiyatlaması	52
2.1.5.2.4 Faiz Oranı Futures Sözleşmeler	54
2.1.5.2.4.1 Faiz Oranı Futures Sözleşmesinin Tanımı	54
2.1.5.2.4.2 Faiz Oranı Futures Sözleşmelerin Fiyatlaması	55
2.1.5.2.4.2.1.Taşıma Maliyeti Yöntemine Göre Fiyatlama	55
2.1.5.2.4.2.2 Fiyatlama ile Arbitraj İlişkisi	56
2.1.5.2.4.2.2.1 Nakit Al-Vadeli Sat Stratejisi	56
2.1.5.2.4.2.2.2 Nakit Sat-Vadeli Al Stratejisi	57
2.1.5.3 Futures ve Forward Anlaşmalarının Arasındaki Farklar	58
2.1.5.4 Opsiyon Sözleşmeleri	60
2.1.5.4.1 Opsiyon Sözleşmeleri Tarihçesi, Tanımı ve İlgili	60
Temel Kavramlar	
2.1.5.4.2 Temel Opsiyon Türleri	62
2.1.5.4.3 Vade Yapısına Göre Opsiyon Türleri	64
2.1.5.4.4 Opsiyon Sözleşmesi Çeşitleri	65
2.1.5.4.4.1 Hisse Senedi Opsiyonları	65
2.1.5.4.4.2 Döviz Opsiyonları	66
2.1.5.4.4.3 Faiz Oranı Opsiyonları	67
2.1.5.4.4.4 Vadeli İşlem Opsiyonlar	68
2.1.5.4.5 Opsiyon Fiyatını Etkileyen Faktörler	69
2.1.5.4.6 Opsiyon Sözleşmesi Fiyatlaması	70
2.1.5.4.6.1 Alım Opsiyonununun Maksimum Değeri	71

2.1.5.4.6.2 Amerikan Tipi Alım Opsiyonlarının Minimum Değeri	71
2.1.5.4.6.3 Avrupa Tipi Alım Opsiyonlarının Alt Sınırı	72
2.1.5.4.6.4 Satım Opsiyonlarının Maksimum Değeri	72
2.1.5.4.6.5 Amerikan Tipi Satım Opsiyonlarının Minimum Değeri	73
2.1.5.4.6.6 Avrupa Tipi Satım Opsiyonunun Alt Sınırı	73
2.1.5.4.7 Opsiyon Sözleşmesi Fiyatlama Modelleri	74
2.1.5.4.7.1 Black-Scholes Modeli	74
2.1.5.4.7.2 Binom Modeli	76
2.1.5.4.7.2.1 Tek Dönemlik Binom Modeli	77
2.1.5.4.7.2.2 İki Dönemlik Binom Modeli	78
2.1.5.4.8 Put CALL Paritesi	78
2.1.5.5 Vadeli İşlem, Forward ve Opsiyon İşlemlerinin Karşılaştırılması	79
2.1.5.6 Swap İşlemler	81
2.1.5.6.1 Swap İşlemlerinin Tarihsel Gelişimi	82
2.1.5.6.2 Swap İşlemlerinin Tarafları	83
2.1.5.6.3 Swap Türleri	84
2.1.5.6.3.1 Faiz Swap Sözleşmeleri	85
2.1.5.6.3.2 Para Swap Sözleşmeleri	86
2.1.5.6.3.3 Mal Swap Sözleşmeleri	87
2.1.5.6.4 Swap Opsiyonları	89
2.2 Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOBAŞ)	90
2.2.1 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.' de İşlem Esasları	92

2.2.2 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.' de Üyelik Esasları	93
2.2.3 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.' de Teminat Esasları	94
2.2.4 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.' de Takas ve Temerrüt Esasları	95
2.2.4.1 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.' de Takas Esasları	95
2.2.4.2 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.' de Temerrüt Esasları	98
2.2.5 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.' de Pazarlar	99
2.2.5.1 Ana Pazar	99
2.2.5.2 Özel Emirler Pazarı	99
2.2.5.3 Özel Emir İlan Pazarı	100
2.2.6 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş' de İşlem Gören Sözleşmeler	100
2.2.6.1 Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri	101
2.2.6.1.1 YTL / USD Vadeli İşlem Sözleşmesi	101
2.2.6.1.2 YTL / Euro Vadeli İşlem Sözleşmesi	102
2.2.6.2 Faiz Vadeli İşlem Sözleşmeleri	103
2.2.6.2.1 DİBS 91 Sözleşmesi	103
2.2.6.2.2 DİBS 365 Sözleşmesi	105
2.2.6.2.3 Gösterge - DİBS Sözleşmesi	106
2.2.6.3 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri	107
2.2.6.3.1 İMKB- 30 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmesi	107
2.2.6.3.2 İMKB- 100 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmesi	109
2.2.6.4 Emtia Vadeli İşlem Sözleşmeleri	110
2.2.6.4.1 Pamuk Vadeli İşlem Sözleşmesi	110
2.2.6.4.2 Buğday Vadeli İşlem Sözleşmesi	111
2.2.6.4.3 Altın Vadeli İşlem Sözleşmesi	112

3.SERMAYE PİYASASI'NDA FAALİYET GÖSTEREN ARACI	114
KURUMLAR ve İLGİLİ SEKTÖRÜN FİNANSAL RASYO ANALİZLERİ	
3.1 Aracı Kurum ve Aracı Kuruluş Farkı	114
3.2 Sermaye Piyasası Kuruluşları	114
3.3 Sermaye Piyasası'nda Aracılık ve Aracı Kurumlar	115
3.3.1 Aracılık	115
3.3.2 Aracı Kurumlar	116
3.3.3 Sermaye Piyasası Kanunu'nda Aracı Finansal Kurumlar	117
3.4 Türk Sermaye Piyasası'nda Aracı Kurumların Tarihsel Gelişimi	117
3.4.1 Osmanlı Devleti Dönemi	118
3.4.2 Cumhuriyet Dönemi ve Bankerler Olayı	119
3.4.3 Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kurulması ve Sonrası Dönem	121
3.5 Aracı Kurumların İşlevleri	123
3.6 Aracı Kurumların Faaliyet Konuları	124
3.6.1 Halka Arza Aracılık Faaliyetleri	125
3.6.2 Alım- Satıma Aracılık Faaliyetleri	127
3.6.3 Portföy Yöneticiliği	128
3.6.4 Yatırım Danışmanlığı	130
3.6.4.1 Yatırım Danışmanlığı İlkeleri	130
3.6.5 Menkul Kıymetlerin Geri Alım veya Satım Taahhüdü ile Alım- Satımı (Repo-Ters Repo)	132
3.6.6 Türev (Vadeli İşlem) Araçlarının Alım-Satımı	134

3.7 Aracı Kurumların Kuruluş ve Faaliyet Şartları	135
3.7.1 Aracı Kurumlarda İzin Yetkisi ve Kuruluş Şartları	135
3.7.2 Aracı Kurumların Faaliyet Şartları	137
3.8 Aracı Kurumların Yapamayacakları İşlemler	138
3.9 Aracı Kurumların İşlem Limitleri	138
3.10 Aracı Kurumların Denetimi	139
3.11 Aracı Kurumların Faaliyetlerinin Durdurulması ve İptali	139
3.12 Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütleri	140
3.12.1. Aracı Kurum Şubeleri	140
3.12.2 Aracı Kurum Acenteleri	141
3.12.3 Aracı Kurum İrtibat Büroları	142
3.12.4 Aracı Kurumların Yurt Dışındaki Merkez Dışı Örgütleri	142
3.13 Sermaye Piyasası'nda Faaliyet Gösteren Aracı Kurumlar ve İlgili Sektörde Yaygın Olarak Kullanılan Finansal Rasyolar	142
3.13.1 Sermaye Piyasası'nda Faaliyet Gösteren Aracı Kurumlar	142
3.13.2 Sektörün Finansal Analizi ve Yaygın Olarak Kullanılan Finansal Rasyolar	142
3.13.2.1 Rasyo (Oran) Analizi Tekniği ve Sektördeki Anlamı	143
3.13.2.1.1 Rasyo (Oran) Analizi Tekniği ve Kullanım Amaçları	143
3.13.2.1.2 Sektörde Rasyo (Oran) Analizi ve Anlamı	145
3.13.2.1.2.1 Likidite Rasyoları	146
3.13.2.1.2.1.1 Cari Oran	146
3.13.2.1.2.1.2 Hazır Oran	146
3.13.2.1.2.2 Kaldıraç Rasyoları	147

3.13.2.1.2.2.1 Toplam Borçlar/ Toplam Kaynaklar Oranı	147
3.13.2.1.2.2.2 Öz sermaye/ Toplam Kaynaklar Oranı	148
3.13.2.1.2.2.3 Kısa Vadeli Borçlar/ Toplam Borçlar Oranı	148
3.13.2.1.2.2.4 Uzun Vadeli Borçlar/ Toplam Borçlar Oranı	148
3.13.2.1.2.3 Devir Hızı (Etkinlik) Rasyoları	149
3.13.2.1.2.3.1 Aktif Devir Hızı Oranı	149
3.13.2.1.2.3.2 Öz sermaye Devir Hızı Oranı	149
3.13.2.1.2.3.3 Duran Varlık Devir Hızı Oranı	150
3.13.2.1.2.4 İşletme Kârlılığı ile İlgili Rasyolar	150
3.13.2.1.2.4.1 Öz sermaye Kârlılık Oranı	151
3.13.2.1.2.4.2 Aktif Kârlılık Oranı	151
3.13.2.1.2.4.3 Net Kâr Marjı Oranı	152
3.13.2.1.2.4.4 Brüt Kâr Marjı Oranı	152
4. İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. ve TEB YATIRIM	153
 MENKUL DEĞERLER A.Ş.'NİN FİNANSAL	
 RASYO ANALİZLERİ	
 ve YORUMU	
4.1 Cari Oran Analizi	155
4.2 Hazır Oran Analizi	157
4.3 Aktif Devir Hızı Oranı Analizi	159
4.4 Öz sermaye Devir Hızı Oranı Analizi	160
4.5 Duran Varlıklar Devir Hızı Oranı Analizi	162
4.6 Toplam Borç/Toplam Kaynaklar Oranı Analizi	163

4.7 Öz sermaye / Toplam Kaynaklar Oranı Analizi	165
4.8 Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Borçlar Oranı Analizi	166
4.9 Uzun Vadeli Borçlar / Toplam Borç Oranı Analizi	168
4.10 Brüt Kâr Marjı Oranı Analizi	170
4.11 Net Kâr Marjı Oranı Analizi	172
4.12 Öz sermaye Kârlılığı Oranı Analizi	174
4.13 Öz sermaye Kârlılığı Oranı (VÖK) Analizi	176
4.14 Aktif Kârlılık Oranı Analizi	178

SONUÇ **181**

KAYNAKÇA

EKLER

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1: Finansal Sistem	6
Tablo 1.2: Parasal Aktarım Mekanizması	9
Tablo 1.3: Sermaye Piyasası'nın İşleyiş Mekanizması	12
Tablo 1.4: Para ve Sermaye Piyasaları'nın Karşılaştırılması	15
Tablo 1.5: Spot ve Vadeli Piyasaların Özellikleri	17
Tablo 1.6: Organize ve Tezgah üstü Piyasaların Karşılaştırılması	21
Tablo 2.1: Döviz Futures İşlemi Sonucunda Kâr/Zarar Tablosu	45
Tablo 2.2: Forward ve Futures Anlaşmalarının Karşılaştırılması	59
Tablo 2.4: Forward, Futures ve Opsiyon İşlemlerinin Karşılaştırılması	80
Tablo 2.5: VOBAŞ Hissedarları ve Pay Oranları	91
Tablo 2.6: VOB' da İşlem Teminatı Olarak Kabul Edilebilecek Kıymetler	95
Tablo 3.1: Sermaye Piyasası'nın Osmanlı Dönemi Gelişimi Tarih Çizelgesi	119
Tablo 4.1: İŞ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. İçin Oran Analizleri Sonuçları	154
Tablo 4.2: TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. İçin Oran Analizleri Sonuçları	154

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Spot Piyasa Takasına İlişkin Süreç	16
Şekil 2.1: Call Opsiyonları	63
Şekil 2.2: Put Opsiyonları	64
Şekil 2.3: Tek Dönemlik Binom Modeli	77
Şekil 2.4: İki Dönemlik Binom Modeli	78

KISALTMALAR

AB:	Avrupa Birliği
ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
ADH:	Aktif Devir Hızı
Ař:	Anonim şirket
CBOT :	Chicago Board of Trade
CME :	Chicago Mercantile Exchange
DİBS:	Devlet İç Borçlanma Senedi
DTB:	Deutsche Terminborsa
DVDH:	Duran Varlık Devir Hızı
EASDAQ:	European Association of Securities Dealers Automated Quotations
EFT:	Electronic Funds Transfer
EURO :	Avrupa Para Birimi
EVIS:	Hisse Senedi Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri
GDİBS:	Gösterge Devlet İç Borçlanma Senedi
GPMF:	Gold Precious Metal Exchange
IMF :	International Monetary Fund
IMM:	Uluslar arası Para Piyasası
İAB :	İstanbul Altın Borsası
İMKB :	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İTB :	İzmir Ticaret Borsası
JASDAQ:	Japanese Association of Securities Dealers Automated Quotations
KVB:	Kısa Vadeli Borçlar
KCBT:	Kansas City Board of Trade
LIBOR :	London Interbank Offered Rate
LIFFE:	London of International Financial Futures Exchange
MATIF:	Paris Vadeli İşlemler Borsası
NASDAQ:	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYCE:	New York Cash Exchange
NYMEX:	New York Mercantile Exchange
OTC:	Over the Counter

ÖDH:	Öz sermaye Devir Hızı
SEK:	İsveç Kronu
SP:	Sermaye Piyasası
SPK :	Sermaye Piyasası Kurulu
S&P 500 :	Standard and Poors
TAŞ:	Türk Anonim Şirketi
TCMB :	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TOBB:	Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TEB:	Türk Ekonomi Bankası
TL :	Türk Lirası
TSPAKB:	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği
TTK:	Türk Ticaret Kanunu
TUİK:	Türkiye İstatistik Kurumu
TVİS:	Takasbank Vadeli İşlemler Sistemi
USD(\$):	United States Dolar
UVB:	Uzun Vadeli Borçlar
VİP:	Vadeli İşlem Piyasası
VİS:	Vadeli İşlem Sözleşmeleri
VOB:	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası
VOBAŞ :	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.
VOBİS :	Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası İşlem Sistemi
VOBKE:	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Kullanıcı Ekranı
VÖK:	Vergi Öncesi Kâr
YTL:	Yeni Türk Lirası

GİRİŞ

1970 yılında Bretton Woods sisteminin kaldırılması ve kurların dalgalanmaya bırakılması sonrasında döviz piyasasında ve faiz oranlarında meydana gelen dalgalanmalar sonucu daha etkin bir risk yönetimi gereksinimini ortaya çıkarmıştır.

Günümüzde en yaygın olarak kullanılan finansal tekniklerden biri türev ürünlerdir. Türev ürünlerin dünya üzerinde bu kadar fazla ilgi görmesinin esas nedenleri kaldıraç etkisi sayesinde az sermaye ile daha fazla kâr elde etme olanağı sağlaması ve etkin bir risk yönetimine imkan tanınmasıdır.

Vadeli işlem ve opsiyon borsaları liberal ekonomik sistemlerin vazgeçilmez kurumlardan biridir. Bugün dünya genelinde vadeli işlem borsalarının işlem hacmi 1,5 katrilyon dolara kadar ulaşmış, işlem gören sözleşme adedi ise yaklaşık 7 milyarı bulmuştur.

Serbest pazar ekonomisine sahip ülkelerde fiyatlar piyasada gerçekleşen arz ve talebe göre oluşmaktadır. Türkiye'de özelleştirme giderek hız kazanmakta ve hükümetler serbest pazar ekonomisinin koşullarını sağlamaya yönelik politikalar uygulamaktadır. Bu olgunun paralelinde ülkeler arasında sermayenin serbest dolaşımı teşvik edilmekte ve bu alandaki kısıtlamalar uygulamaya konulan yeni düzenlemelerle kaldırılmaktadır. Serbest pazar ekonomisi bağlamında oluşan bu gelişmeler sonucunda Türkiye'de faaliyet gösteren tüm firmalar global ekonomik dalgalanmalara karşı daha hassas hale gelmektedir. Bu nedenle risk yönetimi araçlarına duyulacak ihtiyaç son derece belirgin olup, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, bu riskleri yönetmek isteyenlere önemli fırsatlar ve enstrümanlar sunmaktadır.

Bütün bunların yanında Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, ülkemizde yatırımcılara açığa satış hakkını veren tek borsa oluşu, 1 Ocak 2009' a kadar yatırımcıların değer artış kazançlarından yüzde sıfır stopaj kesilmesi uygulamasına sahip oluşu, yatırımcı tarafından VOB sözleşmesi almak için YTL olarak

gönderilen teminat tutarlarının Takasbank tarafından nemalandırılıyor olması da bu piyasayı cazip kılan diğer etkenlerdir.

Tezimize konu olan aracı kurumlar açısından duruma bakıldığında ise bu piyasanın avantajları şu şekilde ifade edilebilir: Kaldıraç etkisinden dolayı, yatırımcıların daha büyük tutarlarda işlem yapmasıyla beraber artan komisyon gelirleri, bu piyasada işlem yapma amaçlarının spot piyasadaki işlem yapma amaçlarından fazla oluşuyla beraber artan müşteri sayısı ve kullanılan kredi tutarındaki artışlardan meydana gelen kredi faiz gelirleri, repo piyasasında daha fazla faaliyet gösterilmesi, artan fon tutarlarıyla beraber daha büyük tutarların fonlara yöneticilik yapılmasıdır. Dolayısıyla Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, aracı kurumların finansal tabloları üzerinde bilhassa gelir ve kârlılık kalemlerinde olumlu etkiler yaratmıştır.

Bu çalışmanın amacı, vadeli işlemler piyasası hakkında bilgi vermek, dünyadaki ve ülkemizdeki gelişmelerini açıklamak, bu vadeli işlemlerin aracı kurumların finansal tablolarında ve dolayısıyla finansal rasyolarında ne gibi değişikliklere yol açtığını ölçmektir. Bunun içinde çalışmamızda, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın faaliyete girdiği 2005 yılı Şubat ayından itibaren başka bir deyişle 2005 yılı başından itibaren, banka kökenli aracı kurumların finansal rasyolarında meydana gelen değişmelerin tespitine, yorumlarına ve çözüm önerilerine yer verilecektir.

Bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde; kavramsal çerçeve olarak finansal piyasalar, bunun altında para ve sermaye piyasaları, spot ve türev piyasalar, organize ve tezgâh üstü piyasalar, altın piyasası ve kambiyo piyasası kavramları irdelenerek asıl konumuz olan “Vadeli İşlem Sözleşmeleri” nin”, adı geçen finansal piyasalar içindeki yeri ve önemi net olarak ele alınacaktır.

İkinci bölümde; konumuz gereği vadeli işlemler piyasalarının tanıtımı yapılacak, vadeli işlemlerin önemi, gelişimi, vadeli işlem piyasalarının ürünleri ve

bunun altında da forward sözleşmeler, futures sözleşmeler, opsiyon sözleşmeleri, swap türleri ve sözleşmeleri geniş kapsamda ele alınacaktır.

Üçüncü bölümde ise, aracı kurumların gelişiminden, sektörün finansal piyasaların neresine düştüğünden, sektörün finansal piyasalar için öneminden, sermaye piyasasında faaliyet gösteren aracı kurumlardan, banka kökenli aracı kurumlarla ilgili finansal yapı ve rasyo analizlerinden teorik olarak bahsedilecektir.

Dördüncü ve son bölümde ise, Türkiye’de vadeli işlemlerin, vadeli işlemler piyasasında en yüksek işlem hacmine sahip olan banka kökenli aracı kurum olan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve en düşük işlem hacmine sahip olan banka kökenli aracı kurum olan TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin finansal rasyoları üzerinde ne gibi etkilere yol açtığına ölçülmesinden, bu ölçümlerin yorumlanmasından ve adı geçen şirketlerin finansal rasyolarını sektör ortalamalarına ulaştırması için gereken çözüm önerilerine yer verilecektir.

1.BÖLÜM

FİNANSAL PİYASALAR

1. Finansal Piyasalar

Finansal piyasalar, bir ekonomi için son derece büyük önem arz eden fon dolaşımının sağlanabilmesinde, piyasaları, araçları, aracıları ve çeşitli hukuki düzenlemeleriyle bir organizasyon olarak tanımlanabilir. Bu organizasyonun faaliyetlerine devam edebilmesi için, öncelikle ekonomik birimlerin tasarruflarda bulunmaları ve farklı ekonomik birimlerin çeşitli nedenlerle bu tasarruflara ihtiyaç duyması gerekmektedir(*Aydoğuş,2006:3*).

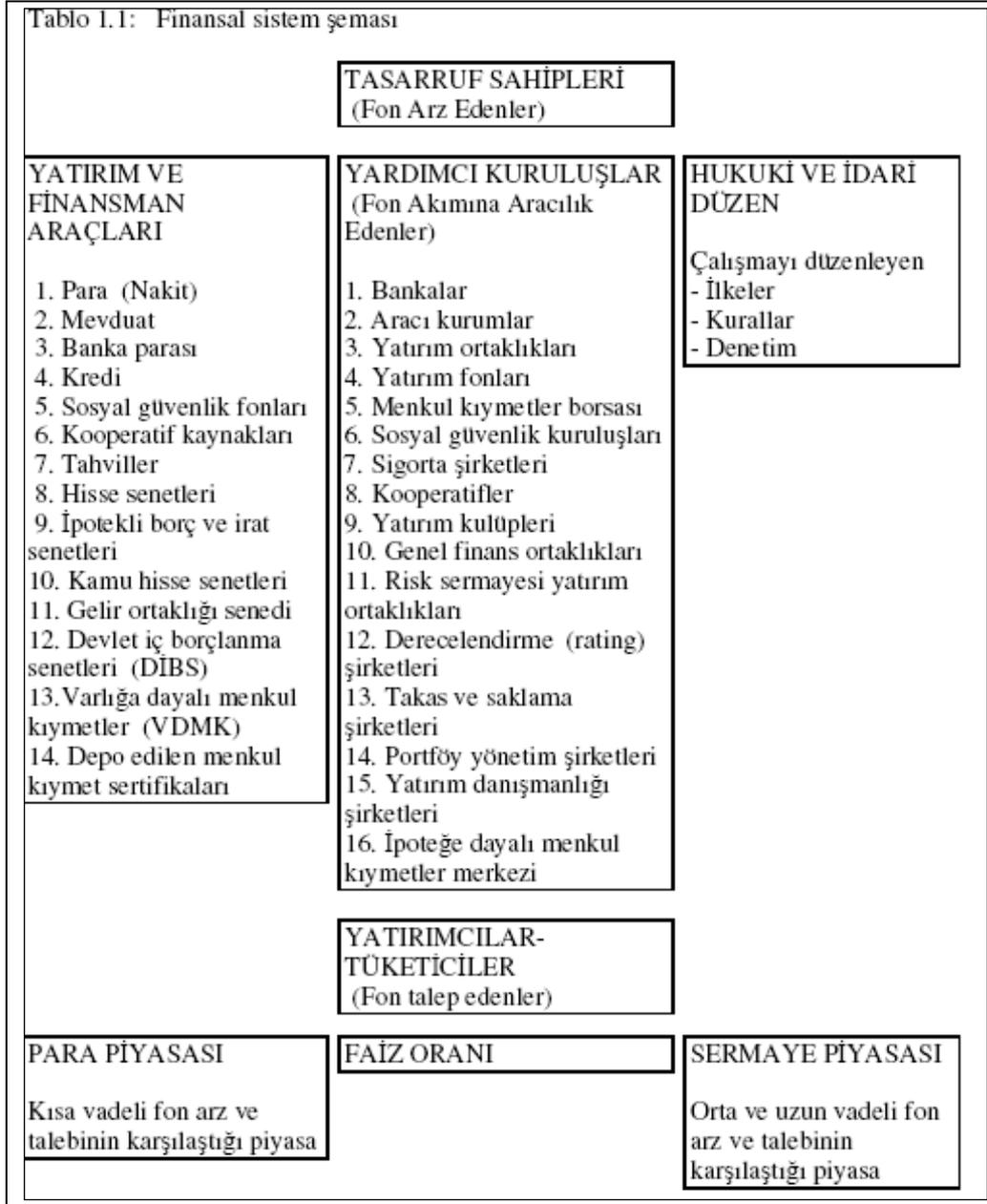
Başka bir deyişle; dolaylı ve dolaysız finansman yöntemleriyle kaynak (fon) ihtiyaçlarını karşılamaya çalışan kişi ve kuruluşlarla, ihtiyacından fazla kaynağa sahip bulunan ve bunları belli bir bedel karşılığında değerlendirmeyi arzulayan kişi ve kuruluşların bir araya geldikleri, karşılıklı çıkarlar doğrultusunda söz konusu kaynakların el değiştirdiği ortama “finansal piyasa” denilmektedir. Bu piyasada kendi kaynaklarıyla ihtiyaçlarını karşılayamayan kişi ve kuruluşlar kaynak talebinde bulunur; kaynak fazlasına sahip bulunan kişi ve kuruluşlar bu kaynakları para ve sermaye piyasa piyasalarına arz ederek kaynak arzını gerçekleştirirler. Bu şekilde kaynak talep edenlerle,arz edenler karşı karşıya gelerek finansal piyasanın oluşumunda, ihtiyaçların karşılanmasında ve dengelerin kurulmasında belirleyici ve itici güç konumunda olurlar.Yani finansal piyasa, para ve sermaye piyasalarından daha geniş ve bu piyasaları da kapsamına alan bir kavramdır(*Eraslan,1998:4*).

Finansal piyasalar, şu unsurlardan meydana gelmektedir:

- Tasarruf sahipleri (kaynak arz edenler),
- Yatırımcılar (kaynak talep edenler)

- Yatırım ve finansal araçlar,
- Aracı kurumlar (kaynak akımına aracılık edenler),
- Hukuki ve idari yapı,

Finansal piyasalar yukarıda da belirtildiği üzere belli bir sistem içinde hareket etmektedir. Yani fon fazlasını, fon açığı veren ekonomik birimlere aktaran; böylece tasarrufların yatırımlara kanalize olmasını ve dolayısıyla da sermaye birikimini sağlayan mekanizmadır. Bu sistemi tablo halinde sunmak konuya daha fazla açıklık getirecektir.



Kaynak: “Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu”, Kılavuz 1, <http://www.imkb.gov.tr/> 08.12.2007

Finansal piyasalar kendi arasında genel olarak beş farklı açıdan sınıflandırılabilir:

1.1 Para ve Sermaye Piyasaları

1.1.1 Para Piyasası

Paranın ve ya her an paraya çevrilebilir değerlerin alınıp satıldığı ve ya el değiştirildiği piyasaya “para piyasası” denir. Bu tanımın ışığında, her mevduat sahibinin para piyasasının bir elemanı olduğu söylenebilir(*Bağdatlıoğlu, 1988:9*).

Para piyasası, kısa vadeli fon ihtiyacı olan ekonomik birimlerle, fon fazlası olan ekonomik birimlerin karşılaştığı piyasalardır. Bu piyasada alım-satım konu olan varlıkların kısa vadeli olmaları yanında bir başka özellikleri de finansal riski düşük devlet, devlet kurumları, bankalar ve çok büyük işletmeler gibi kurumlar tarafından ihraç edilmeleridir. Para piyasası araçları, kısa vadeli, düşük riskli ve hızlı bir şekilde paraya çevirebildiklerinden para benzeri olarak adlandırılırlar ve çoğu yatırımcı tarafından tercih edilirler. Yatırımcıların bu araçları tercih etmesinin genelde iki sebebi vardır(*Öznacar, 2006:54*):

- Elllerinde kısa süreli fon bulunan bankalar, bireyler ve işletmeler bu fonların atıl olarak tutmak ve faiz gelirinden mahrum olmak yerine kısa vadeli araçlara yatırım yapmayı tercih ederler.

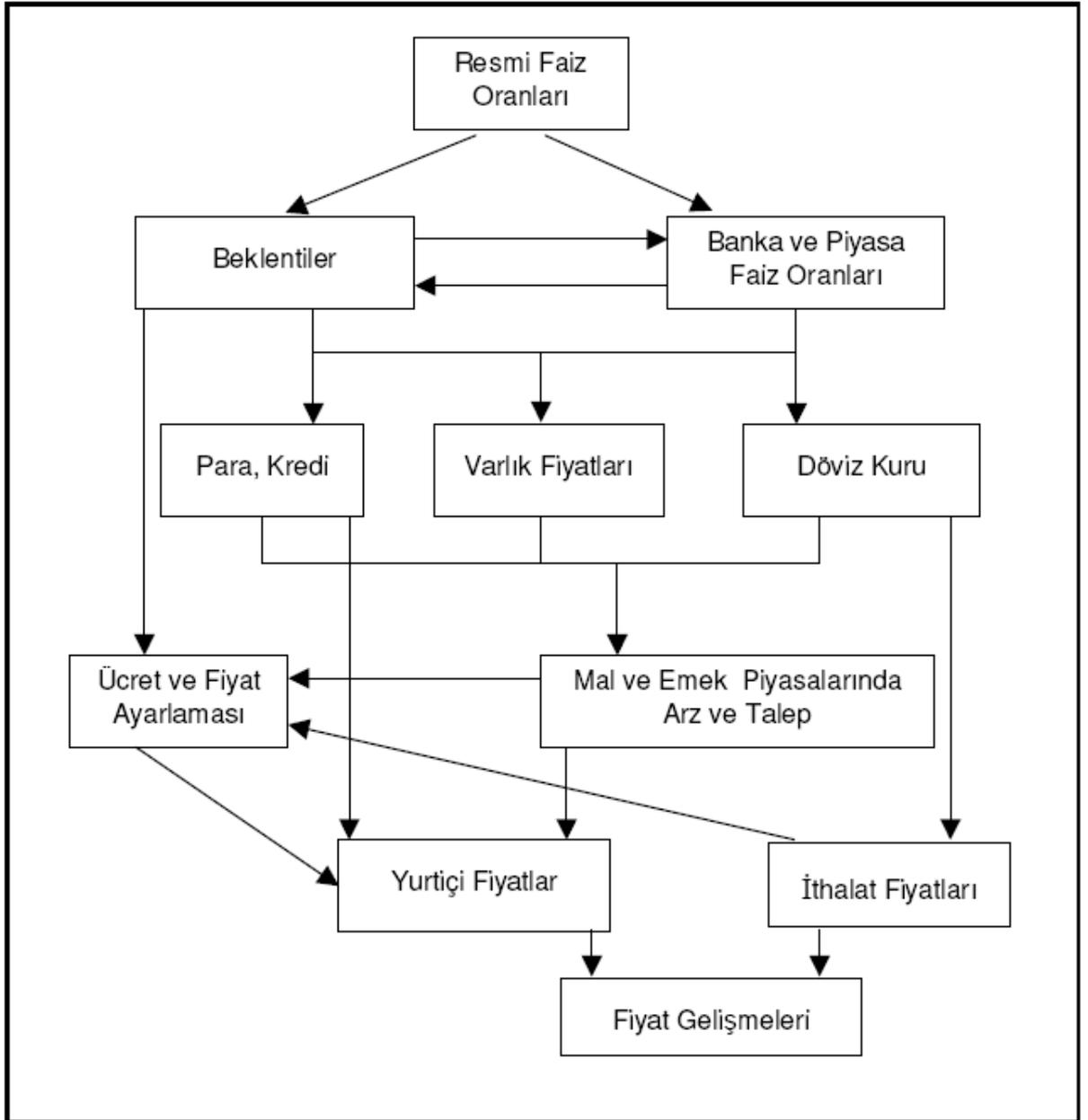
- Para piyasası araçları yatırımcılara portföylerinin bir kısmını çok kısa süreli ve yüksek ölçüde likit varlıklar şeklinde tutma imkanı verir. Böylece yatırımcılar, ihtiyaçları olduğunda hem nakit sağlamış ve hem de cari faiz oranlarından yararlanmış olurlar.

Para piyasasında işlemler hem doğrudan hem de dolaylı finansman yöntemiyle yürütülür. Gelir fazlası olanlar, gider fazlası olanlara doğrudan borç verebilecekleri gibi, tasarruflarını finansal araçlara yatırmak suretiyle dolaylı finansmana da kaynaklık edebilirler. Bu çerçeveden hareketle para piyasasının temel kurumlarını kişiler, kurumlar, bankalar şeklinde sıralamak mümkündür. Para piyasasında borç verilebilir fonların bu fonları arz edenlerden talep edenlere

aktarılması, bir yıldan kısa vadeli bonolar, çekler gibi kâğıtların kullanılmasıyla gerçekleştirilir. Hazine'nin bir yıldan kısa vadeli borçlanma senetlerinin varlığı, bu kurumu da piyasanın tarafları arasına sokar.

Merkez Bankası, para piyasası üzerinde önemli roller oynar. Merkez Bankası'nın piyasaya emisyon yoluyla para sürüp para arzını arttırması, toplumun marjinal tasarruf eğilimine de bağlı olarak, para piyasasında borç verilebilir fonları artırabilir. Bankanın genel disponibilitayı ve ya mevduat munzam karşılık oranlarını değiştirme, finansal aracılarn en önemlileri olan bankaların verebilecekleri borç miktarını etkiler(*Eğilmez, Kumcu, 2005:219*).

Merkez Bankası'nın para piyasası üzerindeki bu kritik etkisini ortaya koyduktan sonra konunun tam olarak ortaya konulabilmesi adına bu parasal aktarım mekanizmasını tablo halinde vermek ve daha sonrasında bu tablonun açıklamalarla beraber desteklenmesi gerekmektedir:

Tablo1.2:Parasal Aktarım Mekanizması

Kaynak: “Avrupa Merkez Bankası”

Merkez Bankaları'nın etkin para politikası enstrümanlarını belirleyebilmeleri ve hedeflerine ulaşabilmeleri, uygulanan politikaların zamanlaması ve ekonomiye etkileri konusunda doğru değerlendirmelere sahip olmaları ile mümkün olmaktadır. Bu sebeple para politikası uygulamalarının fiyatlar ve reel aktiviteler üzerindeki etkilerinin belirlenmesi son derece önemlidir.

Toplam üretim, istihdam ve fiyat hareketlerini kapsayan genel ekonomik faaliyetlerin yönünü ve gelişimini etkilemek amacıyla kullanılan temel araçlardan biri olan para politikası, fiyatlar genel düzeyi ve reel aktiviteler üzerinde oldukça önemli etkiye sahiptir.

Bu etkinin hangi yollarla ve ne ölçüde gerçekleştiğini gösteren mekanizma, parasal aktarım mekanizması olarak adlandırılmaktadır(*Kasapoğlu,2007:83*).

1.1.2 Sermaye Piyasası

Sermaye Piyasası; yatırımcılar, tasarruf sahipleri ile fon akımını sağlayan kuruluşlardan oluşan piyasalardır. Arz edilen fonlara, geleneksel sistemden daha kolay, daha yaygın ve daha ucuz el değiştirme imkanı veren, uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı sermaye piyasaları, para piyasası ve ekonomi ile koordinasyon içindedir. Sermaye Piyasası'nın ekonomiyile ilişkisine bakıldığında, mülkiyeti tabana yayarak, ekonomik kalkınmayı hızlandıracağı söylenebilir(*Taptık,2000:7*).

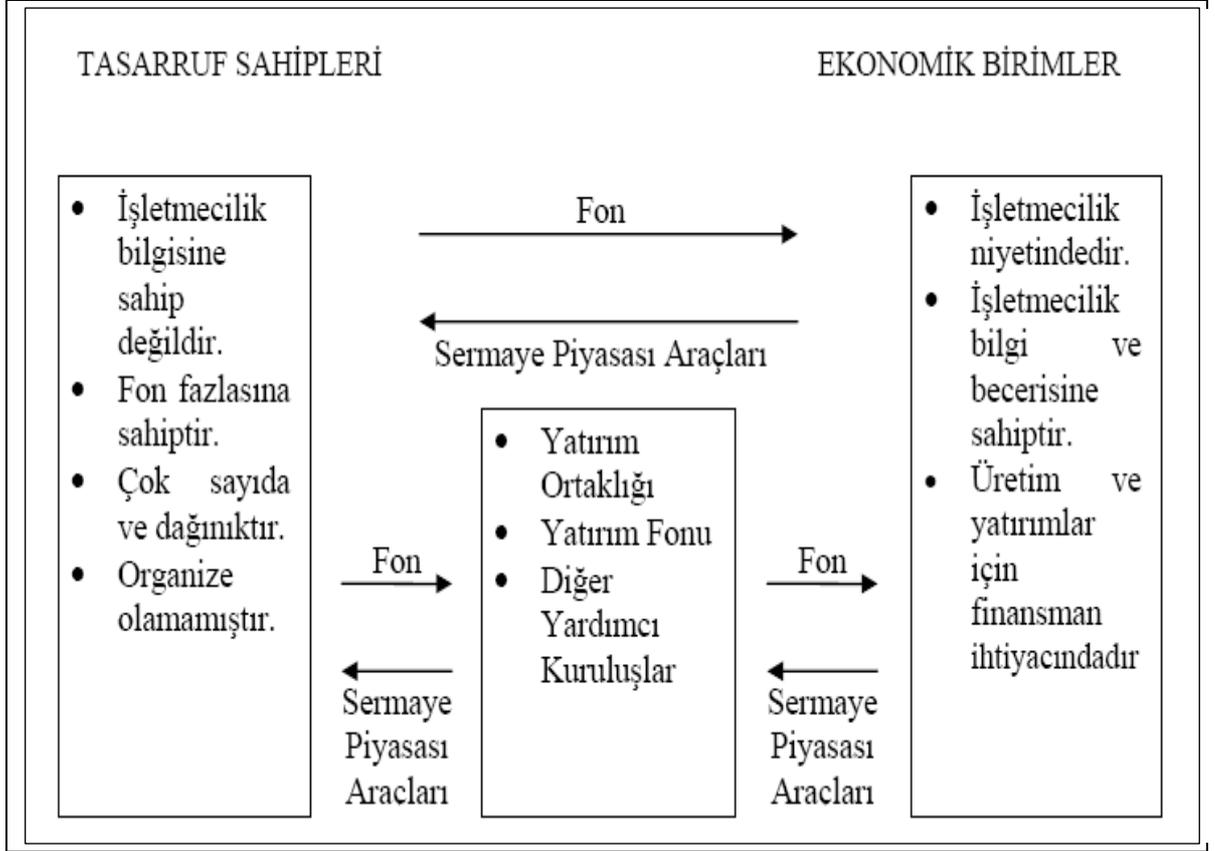
Sermaye Piyasası, en geniş anlamı ile örgütlenmiş finansman sisteminin tümüdür. Bir başka tanıma göre orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşı karşıya geldiği piyasalar olmaktadır. En dar anlamıyla ise sermaye piyasası tahvillerinin ve hisse senetlerinin alınıp satıldığı örgütlenmiş ve uzmanlaşmış piyasaları kapsamaktadır. Bazı yazarlar da, dar anlamda ki sermaye piyasasını iki bölümde ele alarak kavramın kapsamını bir ölçüde genişletmektedirler. Buna göre sermaye piyasası aşağıdaki şekilde bölümlenmektedir:

-Yeni kurulan ya da sermaye artırımını yapan veya tahvil çıkaran hisse senetleriyle tahvillerin alınıp satıldığı birincil piyasa.

-Daha önce çıkarılmış bulunan tahvil ve hisse senetlerin alınıp satıldığı ikincil piyasa başka bir deyişle menkul kıymetler borsası(*Aşkın,2006:7*).

Sermaye Piyasası'nın oluşturulduğu yere menkul kıymet borsası adı verilmektedir. Menkul kıymetler borsası, hisse senedi ve tahvillerin, borsaya üye olan kişiler arasında alım satımının gerçekleştirildiği yerdir(*Eğilmez,Kumcu,2005 :224*).

Biraz derinliğine inilirse, sermaye piyasasıyla menkul kıymetler piyasasındaki hareketlerin gerçekte ters yönlü olduğu anlaşılır. Sermaye piyasasında “mal”, sermaye fonlarıdır. Menkul kıymetler piyasasında ise tahvil, hisse senedi gibi “kağıtlar” dır. Bir kimse 100.000 liralık hisse senedi satın almak istediği zaman bu, sermaye piyasası yönünden sermaye arzı, menkul kıymetler piyasası yönünden ise menkul kıymet talebi anlamı taşır. Görüldüğü gibi, sermaye piyasası ile menkul kıymetler piyasası gerçekte eş anlamlı değil, ters anlamlı kavramlardır. Birinde arzı teşkil eden bir hareket, diğerinde talebi oluşturmaktadır. Bu ters yönlülüğe rağmen, menkul kıymetler piyasasının, sermaye piyasası içinde ve onun bir parçası olduğunu da söylemek mümkündür. Ya da başka bir açıdan bakarak, asıl piyasanın sermaye piyasası olduğu, menkul kıymetlerin ayrı bir piyasa oluşturmayıp, sadece sermaye piyasasında fonların el değiştirmesinde kullanılan araçlar olduğu da ileri sürülebilir. Menkul kıymetler piyasasında da, diğer piyasalarda olduğu gibi arz-talep kanunu geçerli olmakla beraber, bazı hallerde bu kanun tersine işler. Diğer piyasalarda bir malın fiyatı düşünce ona karşı talep artar. Menkul kıymetler piyasasında ise bazı hallerde fiyat düşerken talep de azalabilir. Alınıp- satılan malın fiziki bir değeri olmaması, doğrudan doğruya bir ihtiyacı karşılamaması ve spekülatif karakterli olması arz ve talepte tersine elastikiyet yaratabilir (*Karşlı,1997:24*).

Tablo1.3: Sermaye Piyasası'nın İşleyiş Mekanizması

Kaynak: Mehmet Mustafa AŞKIN, İkibinli Yıllardaki Türk Sermaye Piyasası ve Aracı Kuruluşların Performans Gelişimi, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2006

Sermaye Piyasası'nın temel işlevlerini üslenen borsaların kurulması ve başarılı performans sergilemeye devam edebilmesi için bazı koşullardan söz edilebilir. Bu koşullar bilhassa aşırı spekülasyonun ve statik kalmanın önlenmesine yönelik olup, ekonomik kalkınma düzeyi ve modeline karşı duyarlıdırlar. Bu bağlamda, sermaye piyasasının yapısı ve gelişme koşulları aşağıda işlenmektedir:

- İstikrarlı politik çevre ve ekonomik büyüme,
- Özendirici tedbirlerin alınması,
- Yeterli hisse senedi arz ve talebi,
- Hisse senetleri için gerekli vergi ile ilgili teşvik ve özendirilmelerin sağlanması,

- Yabancı yatırımcıların özendirilmesi,
- Gelişmiş muhasebe ve denetim standartlarının tesis edilmesi (*Aşkın,2006:8*).

1.1.3 Para ve Sermaye Piyasasının Farklılaştırılması

Finansal piyasalar ve içini dolduran sermaye ve para piyasalarından bahsederken genel amaç olarak, ekonomik kalkınma ve gelişimin sağlanabilmesi için gerekli finansmanın, bireysel tasarrufların bir araya getirilerek karşılanması olduğunu ifade etmiştik. Buna göre, finansal piyasa içinde aynı işlevi gören para piyasası olduğu halde sermaye piyasasına ihtiyaç duyulmasının sebebi ne olabilir? Başka bir ifadeyle sermaye piyasası ile para piyasası araçları arasındaki farklar nelerdir? Bu sorulara şu şekilde cevap verebiliriz:

- Belirttiğimiz gibi sermaye piyasası orta ve uzun vadeli fon talep ve arzının doğrudan karşılandığı piyasalardır. Bu sebeple, fonlar hızlı bir şekilde yatırımlara kanalize olabilirler. Bu işlem para piyasalarında daha yavaş gerçekleşecektir. Nedeni ise, fonların ilk önce aracı kurumlarda birikecek daha sonra yatırımlara dönüşecek olmasıdır.
- Sermaye Piyasası'nda, fonların uzun vadeli olması ve araçların ortaklık sağlaması işletmelere öz kaynak sağlar. Para piyasaları ise, fonların kısa vadeli olması nedeniyle ancak yabancı kaynak teşkil ederler.
- Enflasyonun belirli büyüklüğün üzerinde olduğu durumlarda tasarruf sahipleri likitleriyle gelir sağlamanın dışında, enflasyonun tasarrufları üzerindeki azaltıcı etkisini de ortadan kaldırmak isterler. Enflasyonun bu azaltıcı etkisini de en iyi, sermaye piyasası araçlarının en önemlisi olan hisse senetleri nötralize eder. Hisse senetlerinin bahsedilen faydası, maliklerine iki yolla değer artışı kazandırması sayesinde görülmektedir. Bunlardan ilki, ihraç edildiği kurumun ekonomik anlamda gelişmesi sonucu değer kazanması, diğeri ise, ihraççı kurumun sermaye artırımına gitmesidir. Bu durumda, hisse

senetleri maliklerine rüçhan hakkı sağlayarak başlı başına kazanç sağlar, malikler istenildiğinde rüçhan hakkını satarak da gelir sağlayabilirler.

- Şu ana kadar sermaye piyasasından bahsederken küçük tasarrufların bir araya toplanarak ekonomik gelişimi sağlamak için verimli kanallara sevk edilmesi için gerekli bir araç olduğunu vurguladık. Ancak, bu sığ bir bakış olacaktır. Piyasa içerisinde bilinçli bir şekilde yatırım yapan aktörlerin, sözü geçen yararları dışında spekülâtif kazancında beklentisi içinde olacağı göz ardı edilemeyecek bir realitedir. Spekülâtörlerin piyasayı etkileyemeyecek ölçülerde olması, piyasadaki konjektürel dalgalanmaların şiddetini azaltabilecek bir mekanizmanın sağlanması açısından geniş ekonomilerde önemli bir yeri vardır.
- Sermaye Piyasası araçları, para piyasası araçlarına nazaran teşebbüslere asgari maliyetlerde fon aktarımı sağlayabilir. Sermaye piyasası araçlarından olan tahviller, ilk bakışta para piyasası araçlarından faiz yönü ile daha maliyetli görünmesine karşın, para piyasası aktörlerinin masrafları ve faiz maliyetleri dikkate alındığında, uzun vade avantajı ile sermaye piyasasının uygunluğu gün yüzüne çıkar. Hisse senetlerinde ise vadenin ve faiz ödemelerinin bulunmaması tartışmaya yer bırakmayacak şekilde, maliyetinin sıfır olduğunun göstergesidir(Çömen,2006:7-8).

Bu konuda son olarak para ve sermaye piyasalarını karşılaştırmalı olarak bir tablo halinde sunalım:

Tablo1.4:Para ve Sermaye Piyasaları'nın Karşılaştırılması

FARKLAR	Para Piyasası	Sermaye Piyasası
Süre	Kısa süreli fon istem ve sunumun karşılaştırıldığı pazardır.	Uzun süreli fon istem ve sunumunun karşılaştırıldığı pazardır.
İşlev	Geçici nitelikteki likit sıkıntısının giderilmesi için başvurur.	Sabit yatırım ve net işletme sermayesi gereksinimini için başvurur.
Kaynak	Fon kaynakları devamlılık göstermeyen resmi, ticari ve vadesiz mevduatlardır.	Fon kaynakları devamlılık gösteren gerçek tasarruflardır.
Araç	Fon alışverişinde kullanılan araçlar ticari senetlerdir.	Fon alışverişinde kullanılan araçlar pay senedi, tahvil gibi menkul değerlerdir.

Kaynak: UZUN Emin, "Sermaye Piyasası" Dersi Notları,2006,Muğla

1.2 Spot ve Türev Piyasalar

Spot piyasalar "nakit piyasalar", türev piyasalar da "vadeli piyasalar" olarak da adlandırılırlar.

Finansal piyasalar, gerçekleştirilen alım-satım işlemi sonucunda el değiştiren kıymetlerin vadesine bağlı olarak da spot ve türev piyasalar olmak üzere ikiye ayrılır.

Spot piyasalar, belli miktarda bir mal ve ya kıymetin ve bunların karşılığı olan paranın işlemin ardından takas günü el değiştirdiği piyasalardır. Spot piyasalarda, alınan kıymet karşılığı nakit tutar Takas Kurumu'na yatırılır, buna karşılık satılan kıymet Takas Kurumu'na teslim edilir, karşılığında satılan malın bedeli alınır. Bu iki işlem aynı anda gerçekleşir. IMKB bünyesinde faaliyet gösteren Hisse Senetleri Piyasası, Tahvil ve Bono Piyasası ile Bankalar arası Döviz Piyasası, spot piyasalara örnek olarak verilebilir(Mosele,2006:5).

Aşağıda, spot piyasa işlemlerinin takasına ilişkin süreç gösterilmektedir:

Şekil 1.1 Spot Piyasa Takasına İlişkin Süreç



Buna karşılık türev piyasalar, ilerideki bir tarihte teslimatı ve ya nakit uzlaşması yapılmak üzere herhangi bir malın ve ya finansal aracın, bugünden alım satımının yapıldığı piyasalardır. Bu piyasalarda işlemlerin gerçekleşmesi ile menkul kıymetlerin el değiştirmesi işlemi aynı anda değil, farklı zaman dilimlerinde gerçekleşmektedir. Spot piyasalarda, işlemin toplam tutarı işlemin gerçekleştiği anda yatırılırken, türev piyasalarda işlemin toplam tutarının belli bir miktarı teminat olarak yatırılmaktadır. Diğer bir deyişle, az bir para ile çok büyük miktarda bir sözleşmeye taraf olunabilmektedir. Bu nedenle, türev piyasalarda kaldıraç etkisi vardır.(Mosele,2006:5)

Spot (nakit) ve türev (vadeli) piyasaların özelliklerini bir tabloyla karşılaştıralım:

Tablo1.5 Spot ve Vadeli Piyasaların Özellikleri

Spot Piyasalar	Vadeli Piyasalar
Anında Teslimatlar	Vadede Teslimatlar
İşlemin Toplam Tutarı Önerilir.	Toplam Tutarın Bir Miktarı Teminat olarak Yatırılır.
Kaldıraç Etkisi yok.	Kaldıraç etkisi var.

Kaynak: Mustafa Kemal Yılmaz, Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri, İstanbul: Der Yayınları, 2002, s:6-7.

1970’li yıllardan itibaren, sabit kur sisteminin terk edilmesi sonrasında yaşanan gelişmeler sonucunda, finansal piyasalarda, risk olgusu daha fazla önem kazanmıştır. Aynı zamanda geliştirilen finansal yeniliklerle risk yönetimi, riskten korunmak için gerekli alternatif ürünler ve teknikler de oldukça karmaşıklaşmıştır. Finansal piyasalardaki risklerden korunmak için geliştirilen finansal yeniliklerden en önemlisi ve gerekli olanı hiç kuşkusuz finansal türev enstrümanlardır. Türev enstrümanlar, mevcut risklerin ayrıştırılarak fiyatlanmasına ve bu risklerin devredilmesine olanak sağladıkları için finansal piyasaların vazgeçilmez araçları haline gelmişlerdir(Akçay,2005:32).

İlk vadeli işlemlerin Japonya’ da Dojima Pirinç Pazarı ve Hollanda’ da Antwerp Tahıl Pazarı’ nda yapıldığı bilinmektedir. Ancak vadeli işlemlerin ilk olarak düzenli olarak işlem gördüğü borsa 1848’de Chicago’da 1848 yılında kurulmuştur. Modern anlamda vadeli işlemlere konu olan borsada ise ilk adımlar 1865’ te genel kurallar koyularak Chicago Board of Trade (CBOT) tarafından ortaya konmuştur.

Daha sonrasında ise bu gelişmelere paralel olarak 1872 yılında New York Pamuk Borsası'nda da vadeli işlemlere başlanılmıştır.

Vadeli piyasaları, ilerideki bir tarihte teslimatı yapılmak üzere herhangi bir malın ve ya finansal aracın, bugünden alım satımının yapıldığı piyasalar olarak tanımlamıştık. Vadeli piyasaların tanımı; forward, swap, futures ve opsiyon işlemlerinin tamamını içermektedir.

- Vadeli işlem piyasalarının temelini oluşturan futures ve opsiyon işlemleri çoğunlukla organize borsalarda işlem görmekte, bunun doğal bir sonucu olarak da, vade, sözleşme büyüklüğü, alınacak teminatlar, fiyat adımları gibi işlem kriterleri, ilgili borsalar tarafından belirlenmektedir. Organize borsalarda işlem gören vadeli işlem sözleşmelerinin (futures ve opsiyon sözleşmeleri) standartlaştırılmasının en önemli nedeni piyasanın likit olmasını sağlamaktır.

- Forward işlemlerin en temel özelliği ise, organize borsalarda yapılmaması ve dolayısıyla fiyat, miktar vade gibi unsurların standart olmayıp, tarafların karşılıklı anlaşmasıyla belirlenmesidir. Forward işlemlerde doğal olarak, takas garantisi de bulunmamaktadır.

- Swap işlemleri ise döviz kuru ve faiz oranı risklerinden korunabilmek, düşük maliyetli finansman sağlamak, kısa dönem aktif- pasif yönetimi stratejilerini uygulamak, spekülasyon yapmak ve komisyon geliri elde etmek amacı ile gerçekleştirilmekte olup başlıca türleri Para Swapı ve Faiz Swapıdır (*I.M.K.B. Vadeli İşlemler Piyasası Takas Üyeliği Eğitim Notları*)

Çalışmamızın ilerleyen bölümünde forward, swap, futures ve opsiyon işlemleri ayrıntılı olarak açıklanacağından bu kısımda bunlara ayrıntılı olarak değinilmemiştir.

1.2.1 Türev (Vadeli) ve Spot Piyasalar Arasındaki İlişki

Vadeli işlem piyasaları, spot piyasalarda oluşabilecek ani fiyat hareketlerinden kaynaklanan risklerden korunmak isteyen yatırımcılar ve bu riskleri taşımaya istekli olan spekülâtörler arasında bir aracı rolü oynamak suretiyle, bir ülkenin finansal alt yapısının gelişimine katkıda bulunmaktadır.

Uluslar arası finans literatüründe vadeli işlem fiyatlarının gelecekteki spot fiyat değişimlerinin optimal tarafsız belirleyicisi olduğunu ifade eden genel bir uzlaşma vardır. Vadeli işlemler belirli bir mal, menkul kıymet, finansal gösterge ve ya yabancı paranın gelecekteki spot fiyat üzerinden teslim alınması ve ya devredilmesi demek olduğu için; piyasada gerek sözleşme arz edenler, gerekse sözleşme talep edenler teklif ettikleri fiyatlarda, sözleşme bitiminde gelecekteki spot fiyatın ne olacağı hakkında piyasanın ortalama beklentilerini yansıtırlar. Buna göre vadeli işlem fiyatları tahmin ettikleri spot fiyatlardan ancak rastlantısal faktörler dolayısıyla farklı olacaktır. Başka bir deyişle; vadeli işlem fiyatları gelecekteki spot fiyatları sistematik bir hata yapmadan tahmin ediyor demektir. Bu da, vadeli işlem fiyatlarının vade sonundaki spot fiyatlarla ilgili tüm bilgiyi içerdiğini gösterir. Bununla birlikte gelecekte spot fiyatları etkileyebilecek bir unsurun bilgisi piyasaya geldiğinde, bu bilgi derhal vadeli işlem fiyatlarına yansıtılıyor demektir. Yapılan bazı araştırmalara göre ise riskten kaçınanların uzun ve kısa vadedeki beklentilerindeki dengesizlikler, vadeli işlem ve spot fiyatlar arasında bir risk priminin oluşmasına neden olmaktadır (*Aydın,2006:1*).

1.3 Organize ve Tezgâh üstü Piyasalar

Finansal piyasalar örgütlenme şekline göre organize ve tezgâh üstü piyasalar olarak ikiye ayrılmaktadır. Organize piyasaların Türkiye'de en iyi bilinen örneği ise İMKB'dir. Organize piyasalarda nihai işlemler merkezleşmiş borsalarda yapılmaktadır. Bu merkezleşmiş borsalarda aracılar bir araya gelerek, iletişim teknolojisi aracılığıyla iletilen alım- satım emirlerinin gereğini yerine getirmektedir.

Diğer bir piyasa türü olan tezgâh üstü piyasalarda ise nihai işlemler iletişim teknolojisi (telekomünikasyon sistemi, Internet) aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Bu piyasalarda menkul kıymetlerin alım satımının yapıldığı merkezleşmiş bir mekân söz konusu değildir. Fakat bir piyasanın tezgâh üstü piyasa sayılması için nihai işlemlerin mutlaka iletişim teknolojileri aracılığıyla gerçekleşmesi gerekmez. Genel olarak, menkul kıymetlerin borsalar dışında işlem gördüğü piyasalara tezgâh üstü piyasalar denir. Tezgâh üstü piyasalarda birinci el piyasa işlemleri de yapılabilmektedir. Günümüzde para piyasası hemen hemen tümüyle tezgâh üstü piyasaya dönüşmüştür.

İletişim teknolojilerindeki hızlı gelişmeler işlemlerin telekomünikasyon sistemi üzerinde yapılması daha yeni zamanlarda olanaklı olsa da, tezgâh üstü piyasaların uzun bir geçmişi vardır. İstanbul'da mekân olarak Sirkeci'de 1970 ve 1980'li yılların ilk yarısında tezgâh üstü piyasa faaliyet gösteriyordu. Bu piyasalarda alım satıma aracılık eden kişiler kendi aralarında, bir borsanın belirleyici kural ve tüzüklerine uyma zorunluluğu duymadan işlem yaparlardı. Günümüzde, tezgâh üstü piyasaların en bilinen örnekleri ABD'de faaliyet gösteren NASDAQ, Avrupa'da faaliyet gösteren Belçika merkezli EASDAQ, Japonya'da faaliyet gösteren JASDAQ piyasalarıdır(<http://www.dogus.edu.tr>, 12.12.2007).

Organize ve tezgâh üstü piyasaları daha açık anlatmak adına aşağıda tablo halinde gösterelim:

Tablo 1.6 Organize ve Tezgâh üstü Piyasaların Karşılaştırılması

Organize Piyasalar	Tezgâh üstü Piyasalar
Hukuki operasyonel altyapısı var.	Hukuki operasyonel altyapısı yok.
İşlemler belli bir mekânda yapılır.	İşlemler farklı mekânlarda yapılır.
Birçok piyasa katılımcısı var.	Genellikle 2-3 taraf arasında yapılır.
Çoklu fiyat sistemi kullanılır.	Tekli fiyat sistemi kullanılır.
Likidite yüksek.	Likidite düşük.
İşlemsel Maliyetler var.	İşlemsel maliyetler yok
Takas Merkezi var.	Takas Merkezi yok.

Kaynak: (Mosele,2006:7)

1.4 Altın Piyasası

Geçmişten günümüze kadar bazı dönemlerde para, bazı dönemlerde emtia, bazı dönemlerde ise tasarruf aracı olarak kullanılan altın; ekonomik yapı içerisinde her zaman ön sıralarda yer almıştır.

Güncel tarihteki en önemli altın olgusu 1968'de altın fiyatlarının serbest bırakılmasıdır. Bu tarihte yönetim sorunlarından dolayı ve enflasyon sonucu, altın fiyatının hızla, artan maliyetlerin altında kalması nedeniyle sanayileşmiş büyük ülkeler yeni altın madenlerine yatırım yapmaya çekindiklerinden metal, bir serbest piyasa konumu almıştır. Ardından 1975 yılında Amerikan vatandaşları üzerindeki külçe altın satın alma yasağının kaldırılmasıyla, pazardaki yatırım- spekülasyon güçleri harekete geçmiştir. Böylece, ilk çağdaş altın madeninini işletmeye açıldığı 1820'lerden bu yana neredeyse durağan kalmış olan altın kurları 1970 yılından itibaren hızla yükselmiştir.(<http://www.jmo.org.tr>, 20.01.2008).

Değerli bir maden olan altının, alıcıların ve satıcıların bir araya geldiği, alım-satım işleminin yapıldığı, fiziki ve fiziki olmayan mekândır. Altın piyasası, uluslar arası parasal sistemde altının rezerv statüsünde olmasından dolayı kabul edilir bir öneme sahiptir. Uluslar arası bir parasal krize girildiğinde, altına olan talebin arttığı ve altın fiyatlarının yükseldiği görülür. 1980 sonrası özellikle kambiyo rejiminde meydana gelen gelişmeler altın sektörünün ülkemizdeki büyük potansiyelini su yüzüne çıkarmış ve altın sektöründe önemli bir reform hareketinin başlamasına neden olmuştur. Hatta bu yeniden yapılanma çerçevesinde 26/07/1995 tarihinde İstanbul Altın Borsası kurulmuştur.

Altın, günümüzde hala uluslar arası bir rezerv aracı olarak, merkez bankalarının ilgi alanında bulunmaktadır. Fiyatı gerek piyasa fiyatına yakın bir değerde olsun, gerekse sabit resmi bir fiyatla belirlenmiş bir düzeyde olsun, merkez bankaları uluslar arası rezerv aracı olarak altını elinde tutmakla yükümlüdürler. Merkez bankalarının ellerinde altın tutma ve bu altınlar ile işlem yapma saikleri farklıdır. Mesela 1970' li yıllarda finansal sistemi tehdit edip, sarsan kıymetli madenler 1980' li yıllarda sıradan mallar haline getirilmiş portföy tercihleri içinde payı oldukça azalmıştır. Bugün için aksi yönde bir eğilim görülmektedir. 1980-2000 yıllarında yaşanan benzer yükselişler merkez bankalarının satışları ile durdurulmuş ve yönü değiştirilerek artış eğiliminin düşüş yönünde olması sağlanmıştır(Acar,2004:66).

Tüm diğer mallarda olduğu gibi, altın fiyatlarını da arz-talep yasası belirler. Ancak altının geçmişte bir ödeme aracı olması nedeniyle, fiyatının oluşmasında kendine özgü faktörler de önemli rol oynamaktadır.

Aslında genel olarak altın talebini oluşturan faktörler şu şekilde sıralanabilir:

- Mücevherat sektörünün altın talebi,
- Merkez Bankalarının ve aracı kurumların altın talebi,
- Spekülatif amaçlı talep,

- İhracata yönelik üretim için işlenmiş altın talebi,
- Endüstriyel ve diğer altın talepleri.

Özellikle politik ve ekonomik güçler altının fiyatını büyük ölçüde etkilemektedirler. Arz açısından bakıldığında altın üretici ülkelerin ödemeler dengesinin durumu etkili olmaktadır. Talep açısından ele alındığında ise, dünyanın politik durumu, enflasyon beklentileri ve faiz oranları düzeyi gibi faktörler altın fiyatlarının belirleyicisi niteliğindedir.

Ayrıca altın fiyatlarının değişiminde çok farklı etmenlerde rol oynamaktadır. Mesela altın piyasası genelde yaz aylarında İsviçre' de altın rafine şirketlerinin yaz tatili yapması nedeniyle durgunluğa girebilmektedir. Bir diğer önemli faktör de Hindistan'da düğün mevsiminin yaz aylarına gelmesi ve mücevherat nedeni ile altın talebinin de ölmesi anlamına gelmektedir. Hindistan, dünya altın talebinde en önemli ülkeler arasındadır.

Dünya altın fiyatlarını etkileyen beş önemli faktörü aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür(*Acar,2004:66*):

- Euro'nun bir A.B.D. dolarına karşı olan değişim oranı,
- Uluslar arası piyasalarda geçerli olan varil başına dolar bazında petrol fiyatı,
- Amerikan ulusal pazarında dolara uygulanan yıllık yüzde faiz oranı,
- Uluslar arası piyasalarda işlem gören bakır fiyatı,
- Toplam olarak yıllık dünya altın üretim miktarı.

Daha öncede belirttiğimiz üzere altının stratejik önem taşıyan bir mal ve uluslar arası bir rezerv aracı olması nedeniyle dünyadaki pek çok piyasada altın borsalarının mal borsalarından ayrı olarak yapılandıkları görülmektedir. Bunlar altın ve kıymetli maden borsaları olarak adlandırılan G.P.M.E. (Gold Precious Metal Exchange) ve 24 saat faaliyet gösteren evrensel borsalardır. Dünya borsaları içerisinde ağırlığı en fazla olan başlıca altın borsaları şunlardır(*Acar,2004:70*):

- Londra Altın Borsası
- Zürih Altın Borsası
- New York Altın Borsası
- Hong Kong Altın Borsası
- Tokyo Altın Borsası

1.5 Kambiyo Piyasası

Kelime anlamıyla kambiyo, nakit para veya para yerine geçen her türlü araç ve senetlerin alım ve satımını ifade eder. Kambiyo kavramını iki anlamı ile değerlendirmek gerekmektedir. Milli para ve yabancı paraların dolaşımına ilişkin olarak kambiyo; para yerine geçen ve ödeme aracı olarak kullanılabilen her türlü bono, çek, poliçe ve diğer menkul kıymetler anlamında kambiyo olarak tanımlana bilir(<http://www.altinhaber.com>, 14.01.2008).

Ancak, piyasası itibariyle konuyu ele aldığımızda kambiyo ifadesi, genel olarak bir ülkenin millî parasının ve yabancı paraların ülke içindeki ve ülke dışındaki hareketlerinin kontrol edilmesine yarayan bir sistemi gösterir.

Bugün dünyadaki her ülkenin gerek kendi parası ile gerekse yabancı paralarla yapmış olduğu ithalatlar ve ihracatlar sonrası o ülkeye girmesi ve ya çıkması gereken millî para ve dövizlerin takibi ile ilgili olarak yapılmış olan hukuki düzenlemeler o ülkenin kambiyo rejimini oluşturur. Ülkemizde ise, kambiyo rejiminin temeli 25 Şubat 1930 tarihinde yürürlüğe giren 1567 sayılı “Türk Parası’nın Kıymetini Koruma Hakkında Kanunu” ile atılmıştır.(<http://www.tcmb.gov.tr>, 27.02.2008).

Forex, İngilizce **foreign exchange** kelimelerinin kısaltmasıdır, ülkelerin para birimlerinin değişim piyasasıdır. Yani, bir ülkenin para birimi karşılığında diğer bir ülkenin para biriminin alındığı ve ya satıldığı piyasadır. Bütün dünyada döviz parite fiyatları bu piyasada belirlenir.

Dünyanın en büyük bankaları birbirlerine özel iletişim ağıyla bağlantılıdır. Tüm işlemler bu bankacılık ağı yardımıyla gerçekleşir. Bu bilgi ağlarından herhangi bir bankanın verdiği dolar veya euro fiyatı hemen öğrenilebilir. Dünyadaki döviz fiyatları serbest piyasa (dalgalı piyasa) kurallarınca arz ve talep ile belirlenir, devletler buna serbest piyasa kuralları çerçevesinde nadiren müdahale ederler.

İki bankanın verdikleri parite fiyatları arasında farkın olması halinde teorik olarak ucuz olanı alınıp pahalıya satılabilir. Bu durumda piyasadaki ucuzdan alış ve pahalıya satış kısa zaman içinde iki tarafta da fiyatları eşitler. Bu yüzden Dünya üzerinde parite fiyatları aynı zaman dilimi içinde, tüm coğrafyalarda hemen hemen aynıdır. Fakat parite fiyatları zaman içinde çok değişebilir. Bu değişim kaotik değildir ve her zaman belli kurallar çerçevesinde olur. Bu kuralları bilen kişi bu değişimlerin ne yönde ve ne zaman olacağını tahmin edebilir.

Forex piyasası işlem hacmi bakımından dünyanın en büyük finansal piyasadır. Burada günlük işlem hacmi 1,5 trilyon ile 3 trilyon dolar arasında değişir. Karşılaştırmamız için dünyanın en büyük borsası olan New York borsasındaki günlük işlem hacmi 20 milyar dolar civarındadır. İnanılmaz büyüklükteki toplam işlem hacmi, Forex piyasasını dünyanın en zengin adamı ve ya en zengin insanlar grubunun dahi kolaylıkla manüple edemeyeceği bir hale getirmiştir. Böylece bu piyasa dış etkenlerden korunup sadece iç kurallarına göre çalışır. Bu kuralları bilen kişi döviz fiyatlarının hareketlerini tahmin edebilir, dolayısıyla kâr elde edebilir (<http://www.triafx.com>, 12.12.2007).

1990'lı yıllar, tüm dünyada kambiyo rejimlerinin serbestleşmesi akımına sahne oldu. Dünya ekonomilerinin yüzde 20'si serbest kambiyo rejimine sahipken 2000'li yıllarda dünya ekonomilerinin yüzde 60'ı serbest kambiyo rejimi altında çalışmaya başladı.

Serbest kambiyo rejimi kaynakların en ekonomik bir biçimde kullanılmasını sağlamak açısından doğru bir yaklaşımdır. Bu yaklaşım yerli parayla yabancı paraların serbestçe rekabet edebileceği bir ortamda kendinden istenen sonuçları verir. Dünya'da ortalama enflasyon yüzde 3' ken Türkiye yüzde 50' nin üzerindeki enflasyonu kendi parasını yabancı paralarla rekabete sokmuştur. Bu rekabette çok zorlanmıştır ve bugünde zorlanmaktadır.

Amerika'da da kambiyo rejimi serbesttir. Ama dış ticaret yapan şirketlerin, Amerika'da yerleşik bankalarda yabancı para cinsinden mevduat açabilmelerine ancak 1990'lı yıllarda izin verilmiştir. Dış ticaret faaliyeti olmayanların dolar dışında Amerika'da yerleşik bankalarda döviz mevduatı açabilmesi söz konusu değildir. Amerika'da yerleşiklerin tasarruflarını yatırım fonları yoluyla yurt dışındaki bono ya da hisse senetlerinde değerlendirmeleri serbesttir. Yabancıların da, Amerika'da ki bono ve hisse senetlerine yatırım yapması serbesttir.

Serbest kambiyo rejimleri genelde kendi ülkesinde yaşayanların yerli parayı kullanmalarını, yabancıların da gelip yerli parayı kullanmalarını teşvik edecek şekilde düzenlenir. Bizde yabancıların yerli parayı kullanmaları teşvik edilirken, yurt içinde yerleşiklerin de doğrudan yabancı para kullanmaları teşvik edilmektedir. Aslında buna izin verilmektedir. Teşvik, Türk parasının içinde bulunduğu durumdan kaynaklanmaktadır. Türk Lirası çoğu zaman yabancı paralarla rekabet etmekte zorlanmaktadır(<http://www.ekonorm.com>, 21.02.2008).

2.BÖLÜM

VADELİ İŞLEMLER PİYASALARI ve VADELİ İŞLEM ve OPSİYON BORSASI A.Ş.(VOBAŞ)

2.1 Vadeli İşlemler

2.1.1 Vadeli İşlemler Piyasası Tanımı ve Temel Kavramlar

Vadeli işlemler, ilerideki bir tarihte teslimatı yapılmak üzere herhangi bir malın ve ya finansal aracın bugünden alım veya satımının yapılmasıdır. Bu sayede gelecekte yatırım alanında oluşabilecek risk faktörü en aza indirgenmeye çalışılmaktadır. Bu riskleri kısaca özetlersek;

- **Kredi riski:** Geri ödememe riskinin azaltılması veya sıfıra indirgenmesidir.
- **Piyasa riski:** Kullanılan finansal araçların borsa veya piyasa değerlerinde oluşabilecek kayıplardır.
- **Likidite riski:** Düşük ve ödememe riski yüksek finansala araçların kullanılma olasılığını ifade eder.

Daha öncede belirtildiği üzere spot ve vadeli piyasa farkı, gerçekleştirilen alım - satım işlemlerinin vadesinden ileri gelmektedir. Spot piyasalar, belli miktarda bir mal ve ya kıymetin ve bunların karşılığı olan parasal değer işlemin ardından, alım satımın yapıldığı gün ve ya takip eden günün akşamına kadar el değiştirdiği piyasalardır. Spot piyasalarda vade azami 5 gün olabilmektedir. Örneğin, hisse senedi piyasalarında vade T+2' dir. Vadeli piyasalar ise, ileriki bir tarihte teslimatı ve ya nakit uzlaşması yapılmak üzere herhangi bir malın ve ya finansal kıymetin, bugünden alım satımının yapıldığı piyasalardır(*Tekçe,2006:14*).

Vadeli işlemler piyasalarının temelini oluşturan futures ve opsiyon işlemleri çoğunlukla organize borsalarda yapılmakta, bunun doğal bir sonucu olarak da, vade,

sözleşme büyüklüğü, alınacak teminatlar, fiyat adımları gibi işlem kriterleri ilgili borsalar tarafından belirlenmektedir.

Organize borsalarda işlem gören vadeli işlem sözleşmelerinin (future ve opsiyon sözleşmeleri) standartlaştırılmasının en önemli nedeni, piyasanın likit olmasını sağlamaktır (<http://www.imkb.gov.tr>,24.02.2008). Futures ve opsiyon işlemlerine izleyen bölümlerde değinileceği için bu kısımda ayrıntısına girilmemektedir. Vadeli işlemlerle ilgili temel kavramlara bir göz atalım (<http://www.vadeli.freeservers.com>,27.02.2008):

Açık pozisyon: Belirlenmiş vadede teslimi gerçekleşecek veya nakit uzlaşması yapılacak herhangi bir aracın alımı ve ya satımı için düzenlenmiş olan tüm sözleşmeler, netleştirme, fiziki teslimatın ve ya nakit uzlaşmanın gerçekleşmesi ya da yükümlülüklerin yerine getirilmesine bağlı olarak sonuçlanıncaya kadar açık pozisyon olarak adlandırılır. Vadeli işlem sözleşmesinde uzun ve ya kısa pozisyon tutan yatırımcı, açık pozisyonudur. Açık pozisyon sayısı, piyasadaki uzun ve ya kısa pozisyon sayısının ayrı ayrı toplamalarına eşittir.

Aralık pozisyonu : Zaman aralığı pozisyonu, ürünler arası aralık pozisyonu ve piyasalar arası aralık pozisyonu olmak üzere üç çeşidi bulunmaktadır.

Başlangıç teminatı: Vadeli işlem sözleşmesi alan ve satan tarafların yatırmak zorunda oldukları marj miktarıdır.

Baz fiyat: Bir ürünün vadeli işlem fiyatı ile spot fiyatı arasındaki farktır. Baz riski finansal vadeli sözleşmelerde taşıma maliyetine eşittir. Dönem sonunda vadeli fiyat ile spot fiyatlar mutlaka aynı olacak ve baz da sıfıra eşit hale gelecektir.

Çevrim: Alım opsiyonu satılması satım opsiyonu alınması ve normal vadeli işlem uzun pozisyonun birleştirilmesiyle oluşturulmaktadır.

Günlük uzlaşma fiyatı: Borsa tarafından alım- satım işlemlerinin bitişinden sonra belirlenen vadeli işlem sözleşmesi fiyatıdır.

Kısa pozisyon: Vadeli işlem sözleşmesinin satışından kaynaklanan pozisyonudur.

Normal backwardation: Vadeli işlem fiyatlarının, spot fiyatlardan düşük olması durumuna normal backwardation (geri kalma) ismi verilmektedir. Bu durumda spekülâtör uzun pozisyonda, riskten korunular ise kısa pozisyondadırlar. Vadeli işlem fiyatının yükselmesi ve vade tarihindeki tahmini spot fiyat seviyesine ulaşması sırasındaki değer artışı sayesinde spekülâtör risk üstlenmesinin karşılığını almış olmaktadır.

Piyasalar arası aralık pozisyonu: Aynı veya birbirleri ile bağlantılı ürünlere ait bir sözleşme alınmakta, bir sözleşme satılmaktadır; fakat bu işlemler farklı borsalarda gerçekleştirilirler.

Sürdürme teminatı: Vadeli işlem sözleşmesi alan ve satan tarafların yatırdıkları teminatın fiyat değişimleri sonucu inebileceği alt sınırdır. Teminat hesabındaki tutar sürdürme teminatının altına düştüğünde teminat, başlangıç teminatı düzeyine yükseltilir.

Tail: Yatırımcı öz sermaye hesabındaki marj miktarının üstündeki tutarı başka bir yatırım aracına yatırıp gelir elde edebilir; marj sınırının altındaki tutarı ise borçlanarak karşılayabilir. Bu nedenle alınacak ve ya satılacak sözleşme adedini belirlerken sayılan durumları dikkate almak için tail katsayısı hesaplanmaktadır.

Ters çevrim: Alım opsiyonunun alınması, satım opsiyonunun satılması ve vadeli işlem piyasasında kısa pozisyon alınmasıyla oluşturulur.

Uzun pozisyon: Vadeli işlem sözleşmesi satın alınmasından kaynaklanan pozisyonudur. Alınmış olan uzun ve ya kısa pozisyonu ancak ters işlem yaparak kapatmak mümkündür.

2.1.2 Vadeli İşlemlerin Tarihsel Gelişimi

2.1.2.1 Vadeli İşlemlerin Dünyadaki Tarihsel Gelişimi

Vadeli işlemlerin geçmişi oldukça eski tarihlere dayanmaktadır. Ortaçağda, gerek Avrupa’da ve gerekse tarıma dayalı üretim yapılan diğer yerlerde tahılın hasattan önce tarlada satın alınması şeklindeki uygulamalar, yasal bir çerçeveye oturtulmaması ve toplam üretimin çok küçük bir kısmını içermesi sebebiyle ekonomik hayatta ön plana çıkmamış ve literatürde kullanılmamıştır(Mosele,2006:8).

Vadeli ürün işlemleri ve bu işlemlerin yapıldığı piyasaların ortaya çıkması oldukça eskilere dayanmaktadır. İlk futures işlemi 1679 yılında Japonya’da kaydedilmiştir. Bu dönemde daha çok kişisel işlemler olarak kalan bu tür işlemler için ilk piyasa sayılabilecek örgütlenme 1730 yılında Osaka’da kurulan *Dojima Pirinç Ticaret Borsası’dır*. Günümüzde bilinen anlamda modern vadeli işlem borsalarının oluşumu, 1840’lı yıllarda Amerika Birleşik Devletleri’nde gerçekleşmiştir. Bu dönemde Chicago gerek ulaşım altyapısı gerek çevre eyaletler için bir pazar konumunda olması dolayısıyla tüccarların buluştukları bir merkez haline gelmiştir. Ancak pazarda zaman zaman oluşan arz-talep dengesizliği, üreticileri ve tüccarları zor durumda bırakmıştır. Bu dengesizliğin önlenmesi amacıyla 1848 yılında *Chicago Board of Trade (CBOT)* olarak bilinen tahıl borsası kurularak pazar örgütlü bir yapıya kavuşturulmuştur. Daha sonra değişik ürünlerin de piyasalarda işlem görmeye başlamasıyla, 1919 yılında *Chicago Merchantile Exchange (CME)* olarak kurulan borsa bir kurum geleneğiyle günümüze kadar gelmiştir(Erdem,1993:1).

Vadeli işlem piyasalarında yapılan işlemler 100 yıllık bir süre içinde tarım ve sanayi ürünlerinin konu olduğu mala dayalı işlemler şeklinde devam etmiştir. Ancak uluslar arası ticarete 20. yüzyılın ikinci yarısından itibaren meydana gelen önemli gelişmeler karşısında finansman teknikleri yetersiz kalmış, piyasalarda oluşan tikanmaların aşılması amacıyla vadeli işlem piyasalarında faiz, döviz, borsa endeksi, devlet tahvili ve hazine bonusu üzerine de vadeli işlem kontratları yazılmaya

başlanmıştır. Vadeli işlem piyasaları, 1980’li yıllardan itibaren faiz, döviz ve endeks enstrümanlarının da işlem gördüğü, trilyon dolarların çok kısa bir süre zarfında el değiştirdiği ve borsaların birleşerek 24 saat boyunca işlem yapabildikleri piyasalar haline gelmiştir(<http://www.baskent.edu.tr>,01.03.2008).

Kullanımındaki kolaylık ve sağladığı ekonomik yararlar nedeniyle vadeli işlem piyasaları, günümüzde gelişmiş liberal ekonomilerin vazgeçilmez kurumlarından biri haline gelmiştir. İngiltere’de LİFFE, Fransa’da MATİF, Amerika’da CBOT, CME, NYCE, NYMEX, Almanya’da DTB örnek olarak verilebilir.

2.1.2.2 Vadeli İşlemlerin Türkiye’deki Tarihsel Gelişimi

Vadeli piyasaların, Türkiye’de geçirdiği kurumsal gelişim sürecinde bakıldığında da çok parlak bir portre ortaya çıkmamaktadır. Türkiye’de tarım ve sanayi sektörleri ile bunlarla bağlantılı olarak finansal kesim, 1980’li yılların başlarına kadar, uluslar arası rekabete açılma yönünde bir çaba göstermemiş aksine, uygulanan ekonomik model ve devlet desteği altında yurt içi piyasaya yönelik üretimi ön plana çıkarmıştır. Bu dönemde söz konusu finansal riskleri ise büyük oranda devlet üstlenmiştir. Buradaki devlet teşvikleri tarım ve sanayinin gelişmesini engellemiştir. 1980’li yıllarda yaşanan ekonomik krizler sonrasında değişim süreci içine giren Türkiye, dünya ekonomisine entegre olma yolunda kararlar alarak dünyada uygulanan finans teknikleri ile piyasa organizasyonu ülkede oluşturulmaya başlanmıştır. Bu süreç içersinde repo, leasing, factoring gibi uygulamalar başlamış olsa dahi türev araçlarının kullanımı söz konusu olmamıştır(*Mosele,2006:13*).

Bu vadeli işlemlerin 1990’lı yılların başında Türkiye’de başlamasına öncülük etme çabası içinde olan İzmir Ticaret Borsası’nda (İTB), özellikle pamuk üzerine alivire vadeli işlemler tezgâh üstü piyasada yapılmaya devam edilmektedir.

Türkiye’de organize piyasada işlem gören ilk vadeli sözleşme, 15 Ağustos 1997 tarihinde İstanbul Altın Borsası (İAB) bünyesinde açılan Altın Vadeli İşlem ve

Opsiyon Piyasası'nda altın vadeli işlem sözleşmesi (gold futures) olmuştur. Söz konusu piyasada gerçekleşen işlem hacmi, 1997-2001 yılları arasında toplam 18.7 milyon Amerikan Doları (toplam 95 adet işlem) seviyesinde olmasına rağmen 2002-2004 yılları arasında piyasada hiç işlem gerçekleşmemiştir(<http://www.mkylmaz.com>,04.03.2008).

Aynı şekilde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) bünyesinde 15 Ağustos 2001 tarihinde açılan, güçlü ve esnek bir alt yapıya sahip olan İMKB Vadeli İşlemler Piyasası içinde durum benzer bir nitelik arz etmiştir. Bu piyasada işleme açılan TL/\$ ve TL/Euro döviz vadeli işlem sözleşmeleri, işleme açıldığı günü takip eden ilk 15 gün içinde gerçekleşen 20 adet işlem haricinde atılan tüm adımlara rağmen talep görmemiş ve bu piyasanın üyeleri olarak belirlenen bankalar tarafından piyasada işlem gerçekleştirilememiştir. Finansal piyasalarda yaptıkları işlemler sonucu ciddi bir kur ve faiz riskiyle karşı karşıya bulunan bankalar tarafından bu piyasanın kullanılmama nedenleri arasında, döviz spot piyasasının derin olmaması, ekonomik konjoktürde yaşanan dalgalanmalar ve talep eksikliği öne sürülse de, bu piyasanın kullanılmama nedenleri arasında birinci sırayı, bankaların Türkiye'de zahmetsiz ve risksiz para kazanmayı tercih etmeleri, ikinci sırayı ise vadeli işlem kazançlarının Türk finansal sistemi içinde nasıl vergilendirileceği konusundaki belirsizlikler almaktadır. İkinci hususa ilişkin olarak, maalesef bu güne kadar Maliye Bakanlığı tarafından atılmış ciddi somut adımlar bulunmamakta, çeşitli kesimler tarafından ifade edilen resmi olmayan görüşler piyasada dolaşmaktadır (*Yılmaz,2004:6-7*).

Tüm bunlara ek olarak, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17/8/2001 tarihli ve 9/1101 sayılı Kararına dayanan, Devlet Bakanlığı'nın 3/9/2001 tarihli ve 2381 sayılı yazısı üzerine, 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 40'inci maddesine göre, 19/10/2001 tarih, 24558 Sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulan ülkemizdeki ilk özel borsa olarak kurulmuştur.(<http://www.vob.org.tr>,10.03.2008)

Vadeli işlem ve opsiyon borsasını ilerleyen bölümlerde ayrıntılı olarak göreceğimiz için bu kısımda daha fazla değinilmemiştir.

2.1.3 Vadeli İşlemler Piyasasında Aktörler

Vadeli işlem piyasası işlem yapanlar açısından incelendiğinde, temelde riskten korunma amacıyla işlem yapanlar ile spekülörler bu piyasayı oluşturan aktörlerdendir. Bu aktörleri tanımlamadan önce bu piyasada alıcılar ve satıcılar arasında aracılık görevini üstlenen kişi ve kurumları belirlemek gerekir. Müşterilerin emirlerini yerine getirmek üzere aracı kurumlardan meydana gelen bir oluşum kurulmuştur. Vadeli işlem piyasalarında işlem yapmak isteyenlerin, bu kurumlarda hesap açtırmaları zorunludur. Nezdinde hesap açılan aracı kurumlarda müşterilerin emirlerini yerine getirmekle ve teminat durumlarını kontrol etmekle mükelleflerdir.

Vadeli işlemler piyasasında işlem yapanlardan korunma amaçlı işlem yapanlar, fiyat değişimlerinden kendini korumak amacıyla pozisyon alan kişi ve ya kurumlardır. Spekülörler ise fiyat iniş ve çıkışlarından yararlanmak amacıyla pozisyon alanlar olarak basitçe tanımlanabilir(*Şenkesen,1998:30*)

Vadeli işlemler piyasalarında üç tür aktörden söz edilebilir(*Özkan,2005:5*):

Riskten Korunmak İsteyenler (Hedgers) : Vadeli işlemler piyasalarının birincil amacı, riskten korunmak (hedging) olarak düşünülebilir. Çünkü; vadeli işlem fikrinin ortaya çıkmasında da riskten korunma isteği yatmaktadır. Vadeli işlemler piyasalarında “hedging”, alımı ya da satımı planlanan bir malın ve ya ara mamulün olası bir fiyat değişikliğinden korunmak için çeşitli türev ürün sözleşmeleri almak ya da satmak anlamına gelmektedir. Söz konusu türev ürün sözleşmelerini alan ve ya satanlar ise “hedgers” olarak tanımlanırlar. Örneğin; ekim ayında şeker pancarı ekecek bir çiftçi ürününün satışını en iyi ihtimalle ağustos ayında gerçekleştirebilecektir. Hasat sonu oluşacak fiyat ise, doğa koşulları, ürün rekoltesi, ürüne olan talep v.b. birçok değişkene bağlı olacaktır. Ancak çiftçi, hasat zamanından önce, alıcı ile belirli miktar ve fiyat üzerine, karşılıklı yapılan bir sözleşme ya da organize bir borsa aracılığıyla standardize edilmiş sözleşmeler ile

ürünü satabilir. Böylece, çiftçi hasat zamanında oluşabilecek fiyat dalgalanmalarından etkilenmemiş olur.

Spekülatörler (Speculators): Vadeli işlemler piyasalarında bir diğer oyuncu da spekülatörlerdir. Spekülatörler, üretici ya da son kullanıcı değildir, pazarı analiz etme ve yönlendirme biçimine göre alıcı ve ya satıcı olabilirler. Spekülatörler çoğunlukla, kâr yapmak amacıyla, Pazar trendinin tersine hareket etme eğilimindedirler. Vadeli işlemler piyasalarında spekülatörlerin varlığı, riskten korunmak için sözleşme satmayı ve ya satın almayı planlayan yatırımcıların, bu işlemi gerçekleştirebilmek için bir karşı taraf bulabilmelerini kolaylaştırır.

Spekülatörler üç grupta toplanabilirler(*Tekçe,2006:18*):

- Küçük işlemciler (Scalpers): Bu kişiler çok kısa zaman dilimi içerisinde ve çok küçük fiyat değişimleri karşısında alım satım yaparlar. Bir sözleşmeyi birkaç dakika içinde alıp satarlar.
- Günlük işlemciler (Day Traders): Gün içerisinde bir ya da birkaç pozisyon alıp, seans sonuna doğru bu pozisyonları kapatan işlemcilerdir.
- Pozisyon İşlemcileri: Üstlendikleri pozisyonları belli bir seviyeye dek uzun bir süre ellerinde tutarlar. Fiyat trendlerinden kazanç elde etmeyi beklerler

Örneğin; ocak ayında bir İsveç Kronu'nun (SEK) ilerleyen haftalar içerisinde Euro karşısında değer kazanacağını düşünmektedir. Belirtilen öngörü doğrultusunda yatırımcı elinde bulunan parayla spot piyasada SEK satın alabilir ve ya CME' de işlem gören Eurofx/ Swedish Krona vadeli işlem sözleşmeleri belirli miktarda satın alabilir. SEK ya da Euro ile ilgili hiçbir direkt ticari çıkarı olmayan yatırımcı öngörüsü doğrultusunda belirtilen durumdan kâr sağlayabilir.

Arbitrajcılar (Arbitrageurs): Riskten korunular ve spekülatörler kadar aktif olmasa da vadeli işlemler piyasalarında yer alan bir diğer aktör de arbitrajcılardır.

Arbitrajcılar piyasalar arasında fiyat dengesizliklerinden yararlanmayı amaçlayan kişilerdir. Dolayısıyla bu kişiler piyasaların birbirleriyle uyumlu ve dengeli hareket etmesini ve gerçekçi fiyat oluşumunu sağlarlar. Arbitrajcılar, risksiz getiri sağlarlar. Örneğin; aynı zamanda İstanbul ve Frankfurt'ta işlem gören bir hisse senedinin İstanbul'daki 175 YTL, Frankfurt'taki fiyatı ise 100 EURO ve yine aynı dönemde Euro Zone'da EURO/YTL paritesi 1,7002 olarak düşünülürse; yatırımcı Frankfurt' ta satın alacağı 100 adet hisse senedini İstanbul'da nakde çevirmesi durumunda; $100 \times [175 - (1,7002 \times 100)] = 498$ YTL'lik bir kâr etmiş olacaktır.

2.1.4 Vadeli İşlemler Piyasalarının Önemi

Vadeli işlemler piyasaları, sözleşmeye konu olan spot piyasalarda gelecekte ortaya çıkabilecek olumsuz fiyat değişimlerine karşı korunma imkanı sağlar. Örneğin, ihracata yönelik hazır giyim üretimi yapan bir tekstilci, uluslararası piyasalarda satacağı malı üzerinden elde edeceği kârı optimum seviyede tutabilmek için ya temel hammadde olan pamuk fiyatını bugünden sabitleyeceği bir yaklaşımı kullanarak maliyetlerin kontrol altına alacak, ya da satacağı malın fiyatını piyasada yüksek bir seviyede belirleyecektir. Rekabetçi bir piyasada işletmeci malına yüksek bir fiyat koyduğu takdirde uluslararası piyasalarda malını satma ve rekabet etme şansı zordur. Bunun için, maliyetlerini kontrol altında tutma yoluna gitmeyi, diğer bir ifade ile, ileride ihtiyaç duyacağı pamuğun fiyatını bugünden hesaplama olanağına sahip olmayı tercih edecektir. Bu durumda, vadeli piyasaların olduğu bir ortamda bu işletmeci, ileride pamuk fiyatında ortaya çıkabilecek olumsuz fiyat değişimlerinden korunma olanağını elde edecek, başka bir deyişle, ilerideki bir tarihte pamuğu belli bir fiyattan almayı garanti altına almış olacaktır. Bu işletmecinin, vadeli piyasaları kullandığı takdirde sağlayacağı başka bir fayda ise, pamuğu bugünden satın alıp depolamak zorunda kalmadığı için, depolama ve sigortalama maliyetleri gibi diğer bir takım maliyet kalemlerinden de kurtulmuş olmasıdır (*Mosele, 2006:19*).

Bir diğer taraftan bu piyasalarda likidite ve derinliğin sağlanması halinde ilgili malın arz ve talebinin seyri hakkında fikir edinilmesi mümkündür. Vadeli piyasalarda işlem yapan yatırımcılara ödedikleri küçük tutarlardaki teminatlarla

büyük tutarlarda işlem yapabilme olanağının sağlanması kaldıraç etkisi yaratmaktadır. Kaldıraç etkisi nedeniyle kazanç ve risk aynı oranda artarak yatırımcılara yüksek kâr veya zarar olanağı verilmektedir. Ayrıca vadeli işlemler; işlem yapılan mal ve ya kıymeti fiziki olarak kullanacak tüketicilerin, söz konusu mal ve kıymetleri teslimat vadesinde alarak, çalınma, bozulma, depolama gideri gibi maliyetlerden kurtulmalarını sağlamaktadır. Bu sayede ödemenin işlem vadesinde yapılması sağlanarak, söz konusu mal ve ya kıymet karşılığı ödenecek tutarın da teslimat tarihine kadar alternatif kullanımına imkan tanınmaktadır(<http://www.taj.org.tr>, 04.03.2008).

Vadeli işlemler piyasalarının yararlarını maddeler halinde şu şekilde sıralamak mümkündür(<http://www.kobitek.com>,09.04.2008):

- Vadeli işlem sözleşmesine konu olan ürünün gelecekteki fiyat dalgalanmalarından olumsuz etkilenecek kimi gruplar, sağlıklı bir risk yönetimi olanağına kavuşur.
- Fiyatların genel eğilimi ve söz konusu ürüne ait gelecekteki fiyat oluşumları hakkında güvenilir veriler sağlar.
- Gerçekçi fiyat oluşumu sağlar. Yani fiyatların oluşumunda geniş bir katılım olduğundan, herhangi bir grup, tüccar ya da spekülâtörün fiyatları manipule etmesinin (yönlendirmesinin) önüne geçilir.
- Yatırımcı ya da katılımcılar işlemlerini borsa takas merkezi garantisi ile güven içinde gerçekleştirirler.
- Maliye yönetiminin yani devletin, birçok üründe uyguladığı tavan ve taban fiyatı ile piyasaya müdahale etme gereği ortadan kalkar, üreticiler ürünlerini dünya fiyatlarından alım-satımını yapabilme olanağına kavuşur.

- Günümüz ticari yaşamında mutlaka uygulanması gereken stok yönetim politikalarının üretici, ihracatçı, ithalatçı, sanayici tüm kesimler tarafından oluşturulması ve geliştirilmesine yardımcı olur.
- Vadeli işlemler özellikle tarım piyasalarını ilgilendirmektedir. Bu nedenle, oluşan fiyatlara göre ekim yapmayı düşünen üreticilerin üretim hareketleri ile etkin bir tarımsal planlama yapma olanağı doğar.
- Piyasaya katılımın geniş tabanlı olması ile, ürünün alım- satımında mevcut pazarlarda (spot piyasalarda dahil olmak üzere) sağlıklı bir nakit akışı (likidite) sağlanmış olur.

Tüm bunların yanı sıra vadeli piyasalar portföy yöneticilerine, portföy çeşitlendirmesi ve dolayısıyla da riskin yayılması açısından değişik seçenekler sunar. Son olarak da, vadeli piyasalarda işlem gören ürünler kullanılarak spot piyasalarda işlem gören ürünlere benzer getiri grafiği olan sentetik pozisyonlar oluşturulabilir. Bu özelliği nedeniyle vadeli piyasalar, piyasalarda etkinliğin artırılması ve spot piyasadaki fiyat dalgalanmalarının (volatilité) azaltılmasına yardımcı olur(*Öznacar,2006:6*).

2.1.5 Vadeli İşlemler Piyasaları Yatırım Araçları

Vadeli piyasalar forward, swap, futures (vadeli işlem) ve opsiyon işlemlerini içermektedir.

2.1.5.1 Forward Sözleşmeler

2.1.5.1.1 Forward Sözleşmesinin Tanımı

Forward sözleşmeler, organize borsalarda yapılmayan, dolayısıyla, fiyat, vade, miktar gibi unsurların standart olmayıp tarafların karşılıklı anlaşmasıyla belirlenen vadeli işlemlerdir.

Forward işlemler tanımı gereği, standardizasyon olmadığı, tarafların sözleşme yaparken her türlü serbestliğe sahip oldukları işlemlerdir. Tarafların sözleşme yapmaları gereken sınırlı bir fiziksel mekân söz konusu olmadığı gibi, sözleşmelerin alım-satımı için de bir mekanizma ya da organizasyon mevcut değildir. Forward işlemlerde, teslimi garanti eden herhangi bir kurum ya da kuruluş da yoktur. Bu yapısı itibariyle forward sözleşmeler, mevcut Future piyasaların oldukça yaygınlaştığı ve mala dayalı işlemlerin, gerek istenilen güvenceyi vermesi ve gerekse malların standardizasyonu gibi kolaylıklar sağlaması sebebiyle, daha çok future piyasalarda yapıldığı bu zamanda, forward işlemler yoğun olarak döviz, tahvil, faiz oranı gibi standart mallar üzerine ve finansal yapısı güçlü, karşılıklı birbirlerini tanıyan kurumlar olan bankalar ile bunların büyük müşterileri arasında yapılmaktadır. Ayrıca, ülkeler arası borçlanma ve farklı ülke bankaları arasındaki kredi işlemlerinde de sınırlı sayıda da olsa forward işlem yapılmaktadır (<http://www.baskent.edu.tr>, 24.02.2008).

Bir forward sözleşme, alıcı ve satıcı taraflar arasında yapılan ve aşağıdaki özellikleri taşıyan bir anlaşmadır (<http://politics.ankara.edu.tr>,30.01.2008).

- Sözleşmede önceden belirlenen ileri bir tarihte, alımı ve satımı yapılacak dövizin miktarı belirtilir.
- Sözleşmede teslim yeri belirtilir.
- Sözleşmede teslim fiyatı belirtilir.
- Yukarıdaki koşullara bağlı olarak, satıcının alıcıya karşı satım, alıcının satıcıya karşı alım yükümlülüğü vardır.
- Bazı durumlarda gerçekleşen küçük bir miktar hizmet ücreti dışında, satışın gerçekleştiği tarihe kadar hiçbir para el değiştirmez.
- Anlaşmayı yapan her iki taraf sözleşmenin şartlarını pazarlık yoluyla belirler.

2.1.5.1.2 Forward Sözleşmesinin Fiyatlaması

Vadeli işlemler, peşin işlemlere göre daha fazla risk taşırlar. Vade uzadıkça risk artar. Vadeli işlemlerde fiyatı belirleyen birçok faktör vardır. Forward sözleşmelerin fiyatlaması temelde, “Taşıma Maliyeti Modeli” ne dayanır. Bu model, esas olarak, finansal olmayan ürünler üzerine düzenlenerek, sözleşmenin değerinin tespitinde kullanılır. Model, ürünün ve ya finansal varlığın nakit fiyatı ile vadeli fiyatı arasındaki ilişkinin düzeyini ölçmektir. Modele göre; vadeli fiyat, teslimat tarihinden önceki her hangi bir dönemde nakit fiyatın üzerinde olmak zorundadır. Bunun nedeni, sözleşmenin içerdiği fiziki miktarın, sözleşme tarihinde satın alınmış ve sözleşme bitiş tarihine kadar taşıma maliyetinin nakit fiyata eklemesi ile bulunur(www.baskent.edu.tr/20.02.2008) .

Taşıma maliyeti şu unsurlardan oluşur(*Uzun,2005,8*):

- Ürün satın almak için kullanılan finansman ve ya faiz maliyeti,
- Ürün saklama maliyeti,
- Ürün sigorta maliyeti,
- Navlun ücreti,
- Saklama döneminde meydana gelebilecek diğer maliyetler.

Finansal bir aracın konu olduğu forward sözleşmeleri taşıma maliyeti yöntemiyle fiyatlanır. Herhangi bir ürünü bugün almakla, ileri bir tarihte almanın maliyetlerinin karşılaştırıldığı taşıma maliyeti yönteminin hesaplanması aşağıdaki biçimde yapılmaktadır(www.baskent.edu.tr,20.02.2008):

S= Spot piyasa fiyatı

F= Forward fiyatı

T= Süre (vadeye kalan gün sayısı)

İ= Faiz oranı

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

Örnek: X malının spot piyasa fiyatının 4,500 YTL, 90 günlük faiz oranlarının ise %50 olduğu düşünülürse, 90 gün sonra teslimatı yapılacak forward sözleşmesinin kaç YTL olacağı şu şekilde hesaplanır:

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

$$F = 4,500 * (1 + (0.50 * (90/365)))$$

$$F = 5,239.5$$

Burada dikkat edilmesi gereken en önemli nokta; teslimat zamanına kadar teslimata konu menkul kıymet veya malla ilgili olarak eğer bir nakit giriş çıkışı olacaksa (temettü, kupon ödemesi v.b.) bu da forward fiyata yansıtılmalıdır. Ayrıca, dönemsel özellik gösteren ürünlerde (tarımsal ürünler vs.), bu ürünlerin kullanım değeri olduğundan, taşıma maliyeti yöntemi doğru sonuç vermeyebilir.

Örnek: Y malının spot piyasa fiyatı 1.320 YTL, doların günlük faiz oranı %4.5 iken Yeni Türk Lirası'nın günlük faiz oranı % 33'tür. Forward kurun kaç YTL olacağı aşağıda gösterilmektedir:

$$\text{Forward Kur} = \text{Spot Kur} * (1 + (\text{YTL Faiz Oranı} / \$ \text{ Faiz Oranı}))$$

$$\text{Forward Kur} = 1.320 (1 + (0.33 / 0.045))$$

$$= 1.320 (1.33 / 1.045)$$

$$= 1.680 \text{ YTL}$$

-Forward fiyat spot fiyattan yüksekse kontrat alıcısı için kâr , satıcısı için zarardır.

-Forward fiyat spot fiyattan düşük ise kontrat alıcısı için zarar, satıcısı için kârdır.

-Forward fiyat üzerinden belirli bir fiyattan anlaşma yapıyoruz. Bu nedenle forward fiyatımız sabittir. Spot fiyat yükselip alçaldıkça kâr mı zarar mı edeceğimiz

belli olacaktır. Şu da unutulmamalıdır ki; takasa konu olacak fiyat future' da \$'dır, forward' da YTL'dir.

Finansal gelecek sözleşmelerin sona erdirilmesi iki şekilde gerçekleştirilir. Birincisi “Fiziki Teslim”, ikincisi “Karşı (Ters) İşleme Kapatılması” dır. Forward sözleşmelerde sadece fiziki teslim söz konusudur. Karşı işleme kapatılamaz; çünkü, forward sözleşmenin ikinci eli yoktur.

2.1.5.2 Futures Sözleşmeler

Futures sözleşmesi, sözleşmenin taraflarına bugünden belirlenen ileri bir tarihte, üzerinde anlaşılan fiyattan, standartlaştırılmış miktar ve kalitedeki bir malı, kıymeti ve ya finansal göstergeyi alma ve ya satma yükümlülüğü getiren sözleşmedir. Uzun pozisyon alan kişi sözleşmenin zamanının gelmesi durumunda sözleşmeye konu olan ürünleri (tarımsal ürünler, hayvanlar ve hayvansal ürünler, finansal araçlar, metaller, enerji ürünleri) alım yaparak, sözleşmede kısa pozisyon alan kişi sözleşmenin zamanının gelmesi durumunda söz konusu olan ürünleri satarak sözleşmeyi sonlandıracaklarını taahhüt ederler. Uzun pozisyon da olan kişi, spot fiyatın sözleşmedeki fiyattan artması durumunda para kazanırken, kısa pozisyon alan kişi ise tam tersi durumda kâr edecektir(*Bodie, Kane, Marcus, 2002:740*).

Her bir sözleşmenin bir alıcısı ve bir satıcısı vardır. Sözleşmenin alıcısı uzun pozisyonda (long position), satıcısı kısa pozisyon (short position) dadır. Piyasada uzun pozisyonların sayısının kısa pozisyonlara eşit olması gerekir.

Futures piyasaların özelliklerini aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz:

- Futures piyasalar örgütlenmiş borsalardır. Bu borsalarda futures sözleşmelerin işlem gördüğü alana “pit” adı verilir.

- Futures piyasalarda yapılan sözleşmeler, standartlaşmış sözleşme şartlarına göre yapılırlar.
- Futures piyasalar, takas odası (clearing house) denilen organizasyona sahiptir.
- Futures borsalarında futures ticaretiyle ilgili bütün işlemler, borsada işlem yapma yetkisine sahip (sandalye sahibi olan) üyeler tarafından yapılmak zorundadır.
- Futures piyasalarda işlem yapanlar, günlük realize ve margin depozit denilen yükümlülüklerle haizdir. Bir future sözleşmesinde tarafların borsada işlem yapan bir aracı kuruma yatırdıkları depozite margin depozit denir. Amaç, tarafları sorumluluklarını yerine getirmeye zorlamaktır.

Günlük realize (daily settlement) ise, futures piyasalarında işlem yapanların işlem neticesinde meydana gelen zararlarını bu depozitler vasıtasıyla telafi etmesidir (<http://politics.ankara.edu.tr>,21.02.2008).

Futures sözleşmeleri üç amaç için kullanılırlar:

- **Korunma (Hedging):** Gelecekteki döviz fiyatlarında meydana gelecek hareketlerin sebep olduğu risklerden korunma işlemi.
- Spekülasyon (Speculation):** Kazanç elde etmek amacıyla risk üstlenilmesi. Futures borsalarında spekülasyon amacıyla futures sözleşmesi yapanlar pit traders ve floor traders denilen borsa üyeleridir.
- Arbitraj (Arbitrage):** Nakit piyasalar ve futures borsaları arasındaki kur farklılığından yararlanıp kazanç elde etme işlemi.

Yaygın olarak futures sözleşmelerini sınıflandıracak olursak dört başlık karşımıza çıkar. Bunlar döviz, endeks, emtia ve faiz futures sözleşmeleridir. Şimdi bu sözleşmeleri inceleyelim:

2.1.5.2.1 Döviz Futures Sözleşmeler

2.1.5.2.1.1 Döviz Futures Sözleşmelerinin Tanımı

Döviz futures sözleşmeleri, belli bir dövizin belirlenmiş sabit bir miktarının, başka bir döviz cinsi ile önceden belirlenen bir kur üzerinden ileri bir tarihte değişimini anlaşmaya bağlayan finansal araçlardır. Dünyada döviz futures anlaşmalarının alınıp- satıldığı en büyük futures borsası olan Uluslar arası Para Piyasası (IMM)' da, çeşitli döviz cinsleri için futures anlaşmaları işlem görür. Döviz futures piyasalarında standart vadeler Mart, Haziran, Eylül ve Aralık'tır(Mağden,2003:21).

Dünya ülkeleri, 1971 yılından başlayarak sabit kur sisteminden esnek kur sistemine geçmeye başlayınca, esnek yani arz ve talep koşullarıyla belirlenen döviz kurlarındaki kısa dönemli dalgalanmalar bu piyasalarda yer alanları dalgalanmaların yarattığı kur riskine karşı korunmaya itti ve bu ihtiyacın bir sonucu olarak 1972 yılından başlayarak döviz futures piyasaları ortaya çıktı(Erol,1994:107).

1972'de Chicago Mercantile Exchange (CME)' de dövize dayalı futures işlemlere başlandığında, IMM diye bilinen bir bölüm açılmış ve yedi çeşit döviz üzerine düzenlenen futures sözleşmeler işleme konulmuştur. CME' i hızla diğer borsalar izlemiştir. Sdney Futures Borsası, ABD dışında döviz üzerine işlem yapılan ilk borsadır. Ancak işlem hacmi anlamında, dünyada ikinci büyük borsa Londra Uluslar arası Finansal Futures Borsası (LIFFE)'dir(Tufan,2001:14)

Döviz futures sözleşmeleri, iki ülke para birimleri arasındaki değişim oranını gösteren döviz kurları üzerine düzenlenmektedir. Döviz futures sözleşmesi olarak ve ya satarak, sözleşmeye konu dövizin gelecekteki değeri sabitlenmiş olur. Daha çok kurumsal yatırımcılara yönelmek isteyen piyasalarda sözleşme büyüklüğü yüksek belirlenirken, küçük yatırımcıların ilgisini çekmek için küçük belirlenir. Sözleşmenin tarafları vade sonunda sözleşmelerini ters bir işlemle kapatmazlarsa, alıcı ve satıcının

söz konusu döviz teslim alma ve teslim etme yükümlülükleri doğar. Döviz futures sözleşmeleri de diğer futures sözleşmeleri gibi organize borsalarda işlem görürler. Sözleşmeler, birim ve ya lot olarak isleme tabi tutulur ve ya yabancı paranın yerel para birimine göre ifade edildiği Amerikan tipi kotasyonla uygulanır.

2.1.5.2.1.2 Döviz Futures Sözleşmelerinin Fiyatlaması

Döviz piyasası söz konusu olduğunda, dövizin spot fiyatı ile vadeli fiyatı arasında herhangi bir arbitraj olanağının bulunmaması gerekir. Bu arbitraj olanağının bulunup bulunmadığı konusunda belirleyici olan unsur ise faiz oranlarıdır. Bir para biriminden belirli bir dönem için yapılan yatırımdan elde edilen getiri, başka bir para biriminden aynı dönem için yapılan yatırımdan elde edilen getiriye eşit olmalıdır.

Döviz vadeli işlem sözleşmesinin teorik değeri, döviz kurunun spot piyasa fiyatı ile yerli ve yabancı piyasalardaki faiz oranları dikkate alınarak hesaplanır. Buna göre örneğin, Amerikan Doları / Yeni Türk Lirası döviz vadeli işlem sözleşmelerinin fiyatlaması ABD’ de ve Türkiye’ deki enflasyon (faiz) oranları, spot piyasalardaki döviz fiyatları ve vadeye kalan zaman dikkate alınarak aşağıda gösterildiği şekilde yapılabilir(*Dönmez,2002:26-27*):

$$V_t = S * \frac{(1+r_{YTL})}{(1+r_{US\$})}$$

V_t: Teorik Fiyat

S: Spot Fiyat

r YTL: Dönemsel YTL faiz oranı

r US\$: Dönemsel ABD doları faiz oranı

V: Vadeli işlem sözleşmesinin piyasa fiyatı

Konuyu bir örnekle açıklayalım:

İşlem maliyetlerinin olmadığı ve borç alma/verme faiz oranlarının eşit olduğu bir piyasada, YTL ve ABD doları faiz oranları sırasıyla %65 ve %8' dir. Doların spot fiyatının 1.496 YTL olduğu biliniyorsa, doların 3 ay vadeli teorik fiyatı aşağıdaki şekilde hesaplanır.

$$V_t = 1.496 * [(1+0.65/4) / (1+0.08/4)]$$

$$V_t = 1.705 \text{ YTL}$$

Yukarıdaki hesaplardan görüleceği üzere, Amerikan Dolarının spot piyasada değeri 1.496 YTL iken, üç ay sonraki vadeli fiyatının teorik olarak 1.705 YTL olması gerekmektedir. Piyasada doların vadeli fiyatı yukarıdaki yöntemle hesaplanan teorik fiyattan farklı olduğu takdirde arbitraj fırsatı doğar. Örneğin; yukarıdaki örnekte doların vadeli fiyatının piyasada 1.80 YTL olması durumunda, arbitrajcı spot piyasada dolar alıp, aynı anda vadeli piyasada satarak risksiz kâr elde etmek amacıyla, üç ay için %65 faizle 1.466 YTL [vade sonunda $1.466 * (1+0.65/4)=1.705$] borçlanarak spot piyasadaki 0.98 ABD doları [vade sonunda 1 ABD doları edecek olan $1 / (1+(0.08/4)) = 0.98$ ABD doları] alır ve dolarını faize yatırır. Aynı zamanda da, 1 ABD doları değerinde üç ay vadeli bir dolar sözleşmesini satar. Vade sonunda dolar kurunun çeşitli seviyeleri için ortaya çıkacak kâr/zarar tablosu aşağıdaki gibidir:

Tablo2.1 Döviz Futures İşlemi Sonucunda Kâr/Zarar Tablosu

Dolar Kuru	Vadeli K/Z	Kredi	Toplam K/Z
1,65 YTL	150 YTL	- 1.705 YTL	95 YTL
1,705 YTL	95 YTL	- 1.705 YTL	95 YTL
1,90 YTL	-100 YTL	- 1,705 YTL	95 YTL

Tablodan da anlaşılacağı üzere, piyasada kur ne olursa olsun yatırımcının elde edeceği kâr değişmeyecek 95 YTL olacaktır.

Konunun anlaşılması açısından bir başka örnek daha verelim
(<http://iibf.bozok.edu.tr,25.02.2008>):

First National Bankası'nın yöneticisi Mona, bankanın döviz kuru riskini hedge etmek için döviz kuru futures sözleşmelerinden yararlanmak istemektedir. CME 'da birim sözleşme fiyatı 125.000 Euro ve euro başına 0.50\$ olan futures sözleşmeler işlem görmektedir. Hedge işlemi yapabilmek için, Mona'nın 20.000.000 Euro'luk futures sözleşmesi satması gerekmektedir. Başka bir ifadeyle, $20.000.000 \text{ €} / 125.000 \text{ €} = 160$ tane döviz kuru futures sözleşmesi satmak zorundadır.

$1 \text{ €} = 0.50 \text{ \$}$ kurundan bu sözleşmelerin vade tarihindeki satış değeri; $125.000 \text{ €} * 160 * 0.50 = 10.000.000 \text{ \$}$ olacaktır.

Futures piyasaları kullanmanın bir başka avantajı ise, 125.000 € veya eş değeri 62.500\$ gibi futures sözleşme büyüklüğünün, forward işlem yapabilmek için gerekli minimum sözleşme büyüklüğünden çok daha küçük olmasıdır. Bu durumda banka yöneticisi, riskini hedge edebilmek için daha çok işlem yapacağından forward ve futures piyasalarındaki işlem maliyetleri hangi piyasadan daha çok yararlanacağı konusunda temel gösterge olacaktır. Banka fiilen forward piyasalarda yer alıyorsa, işlem maliyetleri banka açısından daha düşük olacaktır ve ya banka ara sıra döviz kuru futures sözleşmelerinden yararlanıyorsa, banka yöneticisinin futures piyasalara kayması daha iyi sonuçlar verecektir.

2.1.5.2.2 Endeks Futures Sözleşmeler

2.1.5.2.2.1 Endeks Futures Sözleşmesinin Tanımı

Dayanak varlığı hisse senedi endeksi olan vadeli işlem sözleşmesidir. Hisse senedi endeksi, tüm dünyada genellikle piyasanın tümünü ve ya önemli bir kısmını temsil eden ve hisse senetleri piyasasında alım- satımı yapılan hisse senetlerinin genel fiyat seviyesini belirleyen temel bir ekonomik gösterge olarak kabul edilmektedir. Bu endeksler piyasanın genel performansını yansıttıklarından, fon

yöneticileri söz konusu endeksleri, çoğu zaman yönettikleri portföylerin performansını ölçmekte bir kriter olarak kullanmaktadırlar. Ancak, portföy performanslarının karşılaştırılmasında söz konusu endekslerin fiyat endeksi veya performans endeksi olup olmadıklarına dikkat edilmesi önem taşır(*Dönmez,2002 :41*).

Borsa endeks futures anlaşmaları, son yıllarda geliştirilen en önemli futures anlaşmalardan biridir. Bu anlaşma borsa endeksi üzerine yazılan bir anlaşmadır ve en önemli özelliklerinden biri, pozisyonun kapatılması için kontrata ilişkin varlığın tesliminin yapılmayıdır. Teslim tarihlerinde parasal dengelemeye tabi tutulurlar. Bu anlaşmalar oluşan fiyat farkını ödemeyi ya da kendisine ödenmesini kabul eden anlaşmalardır(*Mağden,2003:23*).

Hisse senedi endeks vadeli işlem sözleşmeleri (EVİS) dünyada yaygın olarak kullanılır. İlk EVİS 1982 yılında Kansas City Board of Trade'de (KCBT) işlem görmeye başlamıştır.

Pek çok ülkede endekse dayalı en az bir EVİS; ABD, Avustralya, İngiltere, Kanada, Fransa, Hollanda, Almanya, Şili, Norveç, İsrail, Malezya, Kore, Venezuela, Yunanistan ve Hindistan' da görülmektedir. Bu ülkelerin bazılarında (örneğin ABD ve Japonya) ise ticareti gerçekleştiren endeks vadeli sözleşme sayısı birden fazladır. İşlem hacmi 2003 nominal 32.2 trilyon ABD \$'dır. Hatta EVİS'lerin spot pazarın işlem hacmini artırdığı görülmüştür.

Endeks vadeli işlem sözleşmesinin sağladığı ekonomik faydaları şu şekilde sıralayabiliriz(<http://www.vob.org.tr>,01.03.2008):

- Daha fazla likiditenin oluşması,
- Geleceğe yönelik endeks değerlerinin oluşması,
- Gelecekte oluşan fiyatlar ile finansal planlama yapılabilmesi
- Etkin risk yönetimi sağlanması, (istikrar ve rekabet avantajı)
- Fiyatların geniş katılımı ile oluşması ile daha gerçekçi fiyatların oluşumu,

- Vadeli işlem piyasaları, risk yönetimine olanak sağlayarak, hisse senetlerini kullanan yatırımcıların faaliyetlerinde mevcut olan fiyat riskini, bu riskleri almaya istekli diğer yatırımcılara aktarmalarını mümkün kılmak,
- Riskten korunmak isteyen uzun vadeli yatırımcılar, piyasalarda mevcut olan riskleri hedge yaparak, finansal zararlarını azaltma olanağına kavuşturmak,
- Daha etkin piyasaların oluşmasını sağlamak ve tüm katılımcıların maliyetini azaltmaktır.

2.1.5.2.2 Endeks Futures Sözleşmesinin Fiyatlaması

Spot piyasada oluşan endeks değerinde olduğu gibi, hisse senedi endeksi üzerine vadeli işlem fiyatı da, endeksi oluşturan şirketlerin gelecekteki değerlerine ilişkin beklentileri yansıtmaktadır. Gelişmiş ülke borsalarında, endeks vadeli işlem sözleşmelerinin değerinin tespitinde iki farklı portföy yatırımının eş değer olma özelliğinden faydalanılmaktadır. Bahsi geçen portföylerden birincisi, endeksi oluşturan varlıkların alımı ile oluşturulmakta, ikinci portföy ise, endeks vadeli işlem sözleşmesi satın alımı ve endeks başlangıç değeri tutarındaki nakdin yatırılması şeklinde (örneğin hazine bonosu satın alınması) oluşturulmaktadır.

Birinci portföyün vade sonundaki değeri, endeksin vade sonundaki değeri ile endeks içindeki varlıklara ödenen temettü gelirlerinin toplamından oluşacaktır. İkinci portföyün vade sonundaki değeri ise, endeksin vade sonundaki değeri ile endeks vadeli işlem sözleşmesinin fiyatı arasındaki fark ve hazine bonosunun vade sonu değerinden oluşacaktır. İkinci portföyde belirtilen hazine bonosunun tutarı, sözleşme satın alındığı andaki endeks değeri kadar olacaktır. Bu nedenle, hazine bonosunun vade sonu değeri “endeks” cinsinden tanımlanabilir. Diğer bir ifade ile, hazine bonosunun vade sonu değeri endeksin başlangıç değerinin hazine bonosuna ödenen faiz oranı ile çarpımı kadar olacaktır(*Dönmez,2002:61-62*).

Endeks futures sözleşmelerinin fiyatlanmasında esaslar aşağıdaki gibidir (<http://www.vob.org.tr,01.03.2008>):

- Hisse senedi VİS fiyatlamasında “Taşıma Maliyeti Modeli” kullanılır.

- Hisse senedi endeksi, üzerine hazırlanmış VİS'in fiyatlanmasına temel teşkil eder.
- Dayanak varlık hisse senedinin temettü ödemeleri hesaba katılır.
- t : başlangıç tarihi ve T : vade tarihi.
- $S(t)$ = t zamanında hisse senedi fiyatı.
- $F(t, T)$ = t zamanında T vadeli vadeli işlem sözleşmesi fiyatı
- $B(t, T)$ = t zamanında T vadeli ve 1YTL nominal değerli sıfır kuponlu tahvil fiyatı =

$$1/[1 + iS \times T]$$
 iS = basit faiz oranı
- Hisse senedi sözleşme sürecinde temettü ödemez.
- Vadeli teorik fiyatın hesaplanmasında Endeksin hesaplanma yöntemi önemlidir.

• Hisse Senedi Piyasalarında (Endeks)

Vadeli Fiyat = Spot Fiyat + Taşıma Maliyeti (Faiz Oranı) – Temettü Miktarı

Vadeli Fiyat = Spot Fiyat + (Spot Fiyat x Faiz x (vadeye kalan gün/365)) - Temettü Miktarı

veya Vadeli Fiyat = Spot Fiyat x (1 + (Faiz x (vadeye kalan gün/365))) - Temettü Miktarı

Temettü Miktarı, “temettü verimi” cinsinden aşağıdaki şekilde tanımlanırsa:

Temettü Verimi = Temettü Miktarı / Spot Fiyat

Vadeli Fiyat = Spot Fiyat + (Spot Fiyat x ((Faiz - Temettü Verimi) x (vadeye kalan gün/365))) veya

Vadeli Fiyat = Spot Fiyat x (1 + ((Faiz - Temettü Verimi) x (vadeye kalan gün/365)))

• Örnek 1:

İMKB-100 Endeksi'nin 25 Şubat 2004 tarihindeki spot piyasa değeri 18,800, piyasadaki yıllık faiz oranı %25. Endeks içinde yer alan hisse senetlerinin önümüzdeki yıl %16 oranında temettü ödeyeceği kabul edilirse, Haziran 2004 vadeli endeks sözleşmesinin 25 Şubat tarihindeki teorik fiyatı:

$$18,800 + (18,800 \times ((0.25 - 0.16) \times (124/365))) = 19,375$$

- **Örnek 2:**

IMKB Ulusal-30 Endeksi' nin 2 Ocak 2003 tarihindeki spot piyasa değeri 23,000, piyasadaki yıllık faiz oranı % 80' dir. Endeks içinde yer alan hisse senetlerinin önümüzdeki yıl % 16 oranında temettü ödeyeceği kabul edilirse, Mart 2003 endeks vadeli işlem sözleşmesinin, 2 Ocak 2003 tarihindeki teorik fiyatı aşağıdaki gibi hesaplanabilir:

$$23,000 + [23,000 \times ((0.80 \times 90/360) - (0.16 \times 90/360))]$$

2.1.5.2.3 Emtia Futures Sözleşmeler

2.1.5.2.3.1 Emtia Futures Sözleşmesinin Tanımı

Mal ve ya emtia ürünleri üzerine kurulan vadeli işlem sözleşmeleri, tarımsal malları, endüstriyel nitelikteki madenleri, petrol ve türevlerini, sözleşme fiyatlanmasındaki benzer özelliklerden dolayı tek grupta değerlendirilir. "Commodity" diye tabir edilen bu grup, diğer futures sözleşmelerinden biraz daha farklıdır.

Vadeli emtia piyasaları, tarihsel gelişimine bakıldığında başlangıcı, A.B.D' de 1848 yılına denk gelmektedir. Chicago'da CBOT ismiyle, geleceğe yönelik sözleşmeler işleme konulmuştu. CBOT, bugünde dünyanın en büyük organize futures piyasasıdır. Bir asır boyunca futures işlemlerine konu olan mallar tarımsal mallarla sınırlı kaldı. Bunun nedeni, tarımsal mal fiyatlarının kendisine özgü niteliğidir. Tarım sektörü çok sayıda ve birbirlerinin planlarından habersiz üreticilerden oluşur. Fiyatların cazip olduğu yıllar, üreticiler fiyatı artan ürünün ekim alanlarını genişleteceklerdir. Bunun sonucu ise, bir sonraki yıl hasat zamanında piyasanın genellikle bir mal fazlalığı ile karşılaşması ve fiyatların beklenen

düzeylerin çok altına düşmesidir. Bu kez de süreç tersine işleyecek ve birçok çiftçi karşılaştıkları düşük fiyatlar karşısında o malın ekiminden vazgeçerek ertesi yıl mal darlığına ve fiyatların yükselmesine yol açacaklardır. Bu süreç tarımsal mal fiyatlarının zaman içinde sürekli dalgalanmasına yol açar. Fiyat değişkenliğinin yüksek olması ya da teknik deneyimle tarımsal emtia fiyatlarının standart sapmasının yüksek oluşu üretici açısından ciddi bir fiyat riski yaratır(*Polat,2005:63*).

Dünyada işlem gören emtia futures sözleşmelerini kategorik olarak ayıralım(<http://www.baskent.edu.tr/01.04.2008>):

- Tarım ürünlerine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri;
 - Soya fasulyesi (soybeans)
 - Domuz içkembesi (pork bellies)
 - Mısır (corn)
 - Canlı sığır (live cattle)
 - Besi sığırı (feeder cattle)
 - Soya fasulyesi yağı (soybean oil)
 - Kakao (cocoa)
 - Kahve (coffee)
 - Portakal suyu (orange juice)
 - Şeker (sugar)
 - Buğday (wheat)
 - Yulaf (oats)
 - Soya fasulyesi unu (soybean meal)
 - Canlı domuz (live hogs)
 - Kereste (lumber)
 - Deniz mahsülleri (seafood)
- Doğal kaynaklara dayalı vadeli işlem sözleşmeleri;
 - Altın (gold)
 - Gümüş (silver)
 - Ham petrol (crude oil)

- Isınmada kullanılan petrol (heating oil)
- Alüminyum (aluminum)
- Bakır (copper)
- Paladyum (palladium)
- Platinyum (platinum)

Söz konusu unsurların vadeli işlem piyasalarında kontratlarının alınıp satılması, spot piyasa fiyatlarının volatil yapısını yumuşatarak ekonomiye de katkı sağlamıştır.

2.1.5.2.3.2 Emtia Futures Sözleşmesinin Fiyatlaması

Emtia (mal) futures sözleşmeler ile taraflar fiyat değişikliklerine karşı korunmalarının yanı sıra üretimde sürekli gelişme, verimliliğin artması, tarımsal ürünlerde kendi kendine yeterlilik ve dinamik bir yapının oluşması, uluslararası kalite, çok sayıda alıcı ve satıcının serbest rekabet şartları altında işlem yapması nedeni ile gerçek rayiç bedellerinin tespit edilmesi, ters yönlü işlemler ile pozisyonun kapatılabilmesi, küçük teminatlar ile büyük satışların ve alımların yapılabilmesi, finansal teminatlar ile tarafların tam güvencede olması, üretici, ihracatçı, alıcı ve satıcının stoklama maliyetlerinin en aza indirilmesi, piyasaya ve ekonomiye likidite kazandırma gibi avantajlara da sahip olurlar.

Emtia (mal) futures sözleşmelerde, mal tesliminin ve ya alımının taahhüt edildiği tarih yani vade sonuna kadar geçen süre zarfında söz konusu mal ile ilgili tüm masraf, komisyon ve giderler sözleşme fiyatına yansıtılır. Bu giderler şöyle sıralanabilir:

- Depolama masrafları
- Sigorta giderleri
- Taşıma ve yükleme giderleri
- Faiz maliyetleri

Bu giderlerin tümüne taşıma maliyeti (cost of carrying) denmektedir. Spot piyasa fiyatına taşıma maliyeti eklendiğinde teorik futures fiyat bulunur. Yani;

$$F_t = S + C$$

F_t : Teorik futures fiyatı

S : Spot piyasa fiyatı

C : Taşıma maliyeti (cost of carrying)

Bu fiyatlamada olağanüstü durumlarda (savaş veya kriz) geçerli olan bir diğer faktör de uygunluk getirisidir (convenience yield). Bu olağanüstü durumlarda sözleşmeye konu olan malın fiyatlarında mal arzında yaşanan sıkıntılar nedeniyle aşırı oynaklık, mal teslimine hazırlanan tarafı zor durumda bırakacaktır. Malı elinde bulunduran taraf avantajlı durumda olacaktır ki, bu avantaj vadeli işlem fiyatına yansıtılmalıdır. İşte bu unsura uygunluk getirisi (convenience yield) denilmektedir. (Tekçe,2006:34).

$$F_t = S + C - CY$$

CY : Uygunluk getirisi (convenience yield)

Örnek: Altın ithalatçısının Haziran 2003' de teslim edilmek üzere 100 troy oz' luk altın sözleşmesi vardır. İthalatçı, altın fiyatlarının Ekim 2003 ' de artması riskine karşı kendisini hedge etmek istemektedir. Bunun için bir adet Ekim futures altın kontratını (100 troy oz), o günkü borsa fiyatı olan 380 \$' dan satın alır. Altının fiyatını futures kontratında 100 troy oz * 380 \$ = 38000 \$ olarak alış fiyatını sabitler.

İthalatçı, Ekim ayında altın fiyatlarının artış riskine karşı korunmak için haziran ayında 380 dolardan ihtiyacı olan altın miktarını içeren ekim futures altın kontratını satın alır. Ekim geldiğinde, altın fiyatları yükselmiştir. Ekim ayında, spot piyasada altın almak istendiğinde, haziran ayına göre birim miktarda (382 \$-375 \$)= 7 dolar daha pahalıya altını almak zorunda kalacaktır. 100 troy altında 700 \$ zarar ortaya çıkacaktır. 1 adet ekim futures altın kontratını satarak futures piyasadaki

pozisyonunu kapatır ve 500 \$ kâr elde eder. Bu şekilde spot piyasadaki zararını azaltır (700 \$-500 \$) (Alpan1999:36).

2.1.5.2.4 Faiz Oranı Futures Sözleşmeler

2.1.5.2.4.1 Faiz Oranı Futures Sözleşmesinin Tanımı

Faiz futures sözleşmeleri, faiz gelirlerinin önceden belirlenmiş ileri bir tarihte ve yine önceden belirlenmiş ileri bir faiz oranı üzerinden değiştirilmesi esasına dayanmaktadır. Faiz futures anlaşmaları, kısa vadeli ve uzun vadeli olmak üzere ikiye ayrılabilirler. Hazine bonoları ve Euro / dolar faiz futures sözleşmeleri kısa vadeli, devlet tahvil futures sözleşmeleri ise uzun vadeli futures anlaşmalarıdır. Eurodolar ve hazine bonusu dışında başka kısa vadeli faiz futures sözleşmeleri vardır. Örneğin; 3 ay vadeli sterlin mevduat futures sözleşmeleri, 3 ay vadeli Eurodolar mevduat futures sözleşmeleri ve 1 aylık LIBOR futures sözleşmeleri bunlar arasındadır(Tekçe,2006:35). İlk faiz future sözleşmeleri, 1975 yılında yapılmaya başlandı. Söz konusu sözleşmeler başarılı bir şekilde genişleyerek 1990' li yıllara kadar 800 milyar dolarlık bir büyüklüğe ulaştı. ABD future piyasasında yapılan sözleşmelerin tamamına yakın bölümü Chicago Ticaret Borsasında ve Chicago Uluslararası Para Piyasası'nda yapılmaktadır.

Faiz sözleşmeleri hacim olarak dünyadaki diğer organize borsalarda işlem gören sözleşmeler arasında en büyük bir paya sahiptir. 2004 verilerine göre bütün finansal vadeli işlem sözleşmelerindeki toplam işlem hacmi 832 trilyon dolar olarak gerçekleşirken, faiz sözleşmelerindeki işlem hacmi 783 trilyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Vadeli faiz sözleşmeleri faiz yönetimi için önemli bir araçtır. Faiz sözleşmelerindeki işlemler önümüzdeki dönemde geometrik olarak büyüyeceği de aşikardır.

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(<http://iibf.bozok.edu.tr/25.02.2008>).

Faiz futures anlaşmaları aşağıdaki ürünler üzerine yazılır(*Alpan,1999:33*):

- Eurodolar
- Eurosterlin
- ABD T-bills
- ABD T-notes
- ABD T-bonds
- İngiltere Gilts

2.1.5.2.4.2 Faiz Oranı Futures Sözleşmelerin Fiyatlaması

Tüm vadeli işlem sözleşmelerinin cari teorik fiyatı; vadeli işleme konu varlığın cari piyasa fiyatına, bu varlığı vadeli işlemin sonuna (teslimat tarihi) kadar elde tutmaktan doğan “taşıma maliyeti” (cost of carry) eklenerek bulunur.

2.1.5.2.4.2.1 Taşıma Maliyeti Yöntemine Göre Fiyatlama

Eksik piyasanın dört özelliği vardır. Bunlar;

- Doğrudan İşlem Maliyetleri,
- Borçlanma ve Borç verme Oranlarının Eşit Olmaması,
- Teminatlar ve Açığa Satış Kısıtlamaları,
- Depolama (Saklama) Sorunları.

Saklama sorunları dışında diğer üç özellik, gerçek bir faiz oranına dayalı vadeli işlem piyasasında gözlenebilir. Böylece, bu piyasada sözleşme fiyatı belli bir 'arbitraj aralığı' nda oluşacaktır.

$$S (1-T) (1+Ck)f \leq F \leq S (1+T) (1+Cb)$$

Cb: borçlanma oranı

S: nakit fiyatı

Ck: borç verme oranı

T: işlem maliyeti

F: açığa satıştan sağlanan fonların % olarak kullanılabilir kısmı

Açığa satıştan sağlanan fonların kullanılabilir kısmı (f), 0 ile 1 arasında bulunur. f=1 olduğunda etkisi kalkar.

2.1.5.2.4.2.2 Fiyatlama ile Arbitraj İlişkisi

Arbitraj aralığının alt veya üst sınırı geçildiğinde risksiz kazanç sağlamak için bir fırsat doğacak ve bu fırsattan yararlanmak isteyen arbitraj yatırımcıları fiyatları yeniden arbitraj aralığına çekecek şekilde işlem stratejileri uygulayacaklardır.

2.1.5.2.4.2.2.1 Nakit Al-Vadeli Sat (cash and carry) Stratejisi

Eğer vadeli işlem sözleşme fiyatı $F > S (1+ Cb)$ olursa, Cb'den borçlanan üye nakitten alıp, vadelide satacaktır. Çünkü, vadeli işlem teslimat tarihine kadar menkul kıymeti tutmakla maliyeti, teslimatta alacağı paradan düşüktür ve risksiz kâr elde etmiştir. Bu stratejide temelde kısa vadeli oranlara nispetle, vadeli işlemin getirisi ile uzun vadeli hazine bonosunun getirisinin yüksek olduğu varsayımından hareket edilir. Konuyu bir örnekle açıklayalım:

Örnek:

Ocak 5

% 6' dan 77 günlük Hazine Bonosu ihraç ederek 77 günlüğüne 956.750 \$ borç al.

956.750 \$ karşılığında % 10 getiri olan 167 günlük hazine bonusu satın al.
970.984 \$' dan %12.50 getirili hazine bonusu üzerine bir sözleşme sat.

Mart 22

5 Ocak' ta alınan hazine bonosunu, aynı tarihte satılan vadeli işlem sözleşmesine karşılık olarak teslim et ve 970.984 \$ tahsil et. Bugün vadesi gelen 77 günlük hazine bonosunun borcunu 968.749 \$ vererek öde.

Kâr: 970.984 \$ - 968.749 = 2.235 \$

2.1.5.2.4.2.2 Nakit Sat-Vadeli Al (reverse cash and carry) Stratejisi

Eğer vadeli işlem sözleşme fiyatı $F < S (1+C_k)$ olursa, üye nakitte satıp vadelide alacaktır. Çünkü, vadeli işlem teslimat tarihine kadar menkul kıymeti tutmak yerine nakit piyasada satarak, elde ettiği parayı C_k ' dan vadeli işlem teslimatına kadar borç verecek; sonuçta, vadeli işlemin teslimat tarihinde alacağı kağıda ödeyeceği para, verdiği borcun geri ödenme meblağından düşük olacaktır. Böylece risksiz kazanç sağlanacaktır. Aslında nakit sat-vadeli al stratejisi, bir varlığı açığa satmak ve bu satıştan elde edilen getirileri yatırmayı içerir. Konuyu bir örnekle açıklayalım:

Örnek:

Ocak 5

% 10' dan 167 günlük hazine bonusu ihraç ederek 955.131 borç al.
955.131 karşılığında % 8 getirisi olan ve Mart 22 tarihinde 970.984 \$ ödeyecek olan 77 günlük hazine bonusu satın al.
970.984 \$' dan % 12.50 getirili bir Mart vadeli işlem sözleşmesi al.

Mart 22

Vadesi gelen 77 günlük hazine bonusu karşılığında 970.984 \$ tahsil et.

970.984 \$ öde ve Mart vadeli işlem sözleşmesi dolayısıyla ortaya çıkan 90 günlük hazine bonosunu teslim al.

Haziran

Vadeli işlem sözleşmesinde vadesi geldiğinde devredilen 90 günlük hazine bonosunun karşılığında 1.000.000 \$ tahsil et.

Vadesi gelen 167 günlük hazine bonusu üzerinden tahakkuk etmiş olan 998.308 \$'lık borcunu öde.

Kâr: $1.000.000 \$ - 998.308 \$ = 1.692 \$$

Bu örnekte arbitraj yapan kişi % 10' dan borç almakta ve bu fonları geçici süre için % 8' den yatırmaktadır(*Kayacan,1995:7-8-9*).

2.1.5.3 Futures ve Forward Anlaşmalarının Arasındaki Farklar

Forward kontratı futures kontratının ilk biçimidir. Forward piyasasında mal alım-teslim anlaşması arada üçüncü bir parti olmadan alıcı ve satıcı arasında yapılır. Hem geleceğe dönük fiyat, hem de kontratta geçen miktar ve malın kalite özellikleri alıcı ve satıcı arasında saptanır. Burada üçüncü bir kurumun, anlaşma koşullarının bir parti tarafından bozulması halinde ek garantisi siz konusu değildir. Anlaşma koşullarına uymama diğer ticaret sözleşmelerinde olduğu gibi konuyla ilgili mahkemelerde çözümlenir. Mahkeme kararlarının uzun zaman alabilmesi, forward kontratlarının güvenilirlik açısından istenilen düzeyde olmadığını gösterir. Futures piyasası bu eksiği ortadan kaldırmak amacıyla geliştirilmiştir. Fiyatlama konusunda da forward ve futures işlemleri farklıdır. Forward da geleceğe yönelik fiyat belirlemesi iki taraf arasında pazarlıkla saptanır. Buna karşın futures piyasası diğer menkul kıymet borsaları gibi çalışır. Belirli bir günde alıcılar ve satıcılar emirlerini verdikten sonra, arz ve talep koşulları o gün hatta o an için geçerli olan futures fiyatlarını belirlerler(<http://www.baskent.edu.tr,01.03.2008>).

Konunun daha iyi anlaşılabilmesi açısından bu farklılıkları tablo halinde verelim:

Tablo 2.2 Forward ve Futures Anlaşmalarının Karşılaştırılması

FORWARD SÖZLEŞMELERİ	FARKLILIK KONULARI	FUTURE SÖZLEŞMELERİ
İki taraf arasında serbestçe belirlenir.	Teslim Yeri ve Tarihi	Standarttır.
%90'dan fazlası teslim edilir.	Teslimat	%2' den daha azı teslim edilmektedir. Pozisyon sahibi vade sonuna kadar beklemeyip pozisyonu kapatmaktadır.
Pazarlığa tabidir.	Miktar	Standarttır
İşlem hacmi ve kredi riskine göre her yatırımcı için değişir.	Fiyat	İşlemin hacmine bakmaksızın, tüm katılımcılar için, borsada arz talebe göre oluşan aynı fiyat uygulanır.
Satıcı ve alıcılar arasında telefon veya teleksle belirlenir.	İşlemin Gerçekleştirilmesi	Aracıların işlem salonunda tekliflerini bağırımlarıyla belirlenir.
Günlük fiyat limiti yoktur.	Günlük Fiyat Oynamaları	Fiyatların değişkenliğine karşı belirli limitler mevcuttur.
Kendi kendini denetler.	Denetleme	Merkez bir sistemle denetlenir.

Pazarlığa tabidir. Tamamlama marjini alınmamaktadır.	Teminat (Marjin) Uygulaması	Kurallar gereği başlama ve tamamlama marjinleri yatırılmalıdır.
Bankalar ve aracılarn vasıtasıyla gerçekleştirilir.	Takasın Gerçekleştirilmesi	Her işlemin takas odası mevcuttur.

Kaynak: Berris Ekinci, “Hedging ve Finansman Teknikleri”, İktisat, İşletme ve Finans, Yıl 19, Sayı 97, Nisan 1994, s. 51

2.1.5.4 Opsiyon Sözleşmeleri

2.1.5.4.1 Opsiyon Sözleşmeleri Tarihçesi, Tanımı ve İlgili Temel Kavramlar

Opsiyon sözleşmelerinin tarihine bakacak olursak, ilk kullanımının Yunan ve Roma dönemlerine kadar uzandığı görülür. Bu devirde, filozof Thales astronomi bilgisinden yararlanarak, ilkbaharda zeytinden iyi ürün alınacağını tahmin etmiştir. Pres sahipleri ile anlaşmıştır. Tahmin doğru çıkınca, Thales opsiyon anlaşmasını devreye sokmuş ve presleri diğer çiftçilere kiralayarak, kâr elde etmiştir. Opsiyonların geçmişi her ne kadar eski Yunan ve Roma devirlerine ait olsa da 17 y.y. Hollanda’ da lale soğanları üzerine yapılan opsiyonlar dikkate alınmalıdır. Ayrıca, Avrupa’da iki kez başarısızlığa uğrayan opsiyonların, A.B.D.’de ilk kullanımı iç savaş zamanındadır. 19. y.y. ‘da opsiyonlar likidite açısından sıkıntı yarattığından ve takas güvencesi olmadığından işlem maliyetleri yükselmiştir. 1973 yılına kadar işlemler tezgâh üstü piyasalardır. 1973 yılında Chicago Board Options Exchange Borsası’ nın kurulmasıyla organize kurumda işlem görmeye başlamıştır. İlk olarak, call opsiyonu işleme alınmıştır(IMKB,2002:119).

Opsiyon, iki kişi arasındaki kontrattır. Birinci şahıs, yani opsiyonu satın alan kişi belirli bir prim öder. Diğer şahıs, yani satıcı, belirli bir varlığı, belirli bir fiyattan, belirli bir zamanda alma ve ya satma hakkına sahiptir. Kısacası, bir opsiyon alma ve ya satma hakkını verir. Opsiyonları finansal kontratlar olarak düşündüğümüzde

zaman, çevremizde çok çeşitli opsiyonlar vardır. Örnek olarak, bir beysbol oyununa gittiğinizde, yağış dolayısıyla iptal edilmesi halinde, yöneticiler bir dahaki oyuna bir bilet sunarlar. Bu örnekleri çoğaltacak olursak, bir kontratı iptal etme ya da bir uçak bileti değiştirme hakları da birer opsiyondur.(Terzi,2006:48)

Opsiyonları diğer türev ürünlerden ayıran en önemli fark, tanınan hakkın kullanılıp kullanılmamasıdır. Opsiyon işleme sokulmadığı takdirde zarar, ödenen primle sınırlı kalmaktadır. Dolayısıyla, sınırlı zarar olasılığı ve yüksek kaldıraç potansiyeli de üstünlükleri arasında yer almaktadır.

Bir opsiyon sözleşmesi şu bilgileri içerir:

- **Opsiyonun tipi:** Avrupa veya Amerikan tipi
- **Sözleşme tipi:** Call (Alım) opsiyonu veya Put (Satım) opsiyonu
- **Opsiyona konu mal veya kıymet:** Hisse senedi, tahvil vb.
- **Kullanım fiyatı:** Opsiyonun sağladığı hakkın kullanılacağı fiyat
- **Vade sonu:** (Örnek: Mart ayının 3. cuması, Haziran ayının ilk iş günü)
- **Prim:** Opsiyonun fiyatı

Opsiyon sözleşmeleriyle ilgili temel kavramlara bir göz atalım(<http://www.vob.org.tr>,11.03.2008):

Uzun Taraf: Alım opsiyonlarında primi ödeyen ve dolayısıyla dayanak varlığı alma hakkını elde eden, satım opsiyonlarında ise, ödediği prim karşısında dayanak varlığı satma hakkını elde eden taraftır.

Kısa Taraf: Alım opsiyonlarında opsiyon primini alan ve dayanak varlığı satma yükümlülüğü altında olan, satım opsiyonlarında ise, dayanak varlığı alma yükümlülüğü altında bulunan taraftır.

Prim: Satıcının opsiyonu yazmak için talep ettiği fiyattır ve genelde işlem anında tahsil edilmektedir; opsiyon kullanılmadığı bir durumda ise alıcıya iade

edilmemektedir. Primler opsiyonun vadesine olan uzaklığına, opsiyona konu olan mal ve ya finansal ürünün piyasa fiyatının opsiyonun kullanım fiyatı ile arasındaki farka, fiyat dalgalanmalarının büyüklüğüne, risksiz faiz oranına ve sermaye kazancı dışındaki getirilere göre değişiklik gösterirler.

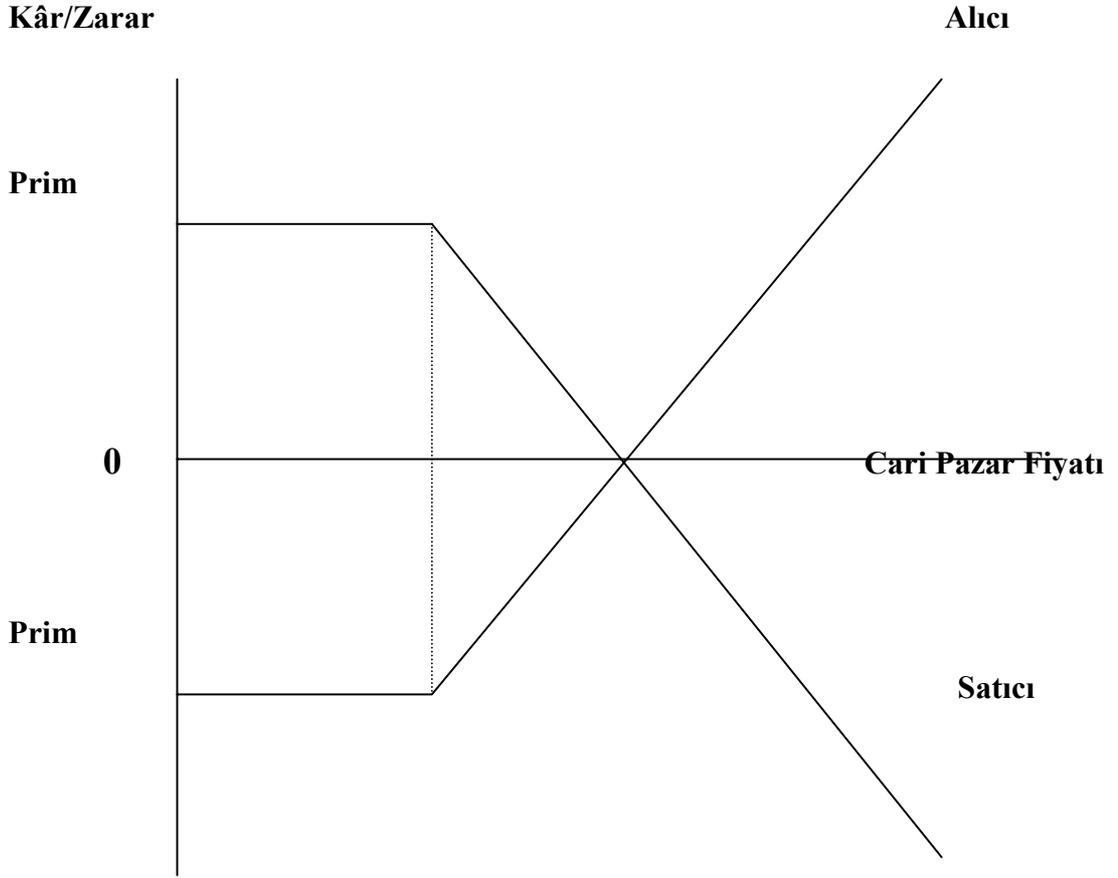
Opsiyon primleri, ev, araba, hayat sigortaları gibi sigorta poliçelerini almak için ödenen primlere benzemektedirler. Sigorta poliçesi, belli bir vadeye kadar, belli bir ürünün zarar görmesi halinde sigortayı satan tarafa belli bir miktar paranın ödenmesi zorunluluğunu getirir. Belli bir prim karşılığı, otomobilimizi sigortalarsak, herhangi bir hırsızlık olayı gerçekleştiğinde, sigorta poliçesi kullanılarak zararın karşılanması istenecektir; sigorta şirketi ise, primi ödeyen sigortalının zararını tazmin etmek durumundadır. Opsiyon sözleşmeleri primi de aynı mantığa dayanmaktadır.

2.1.5.4.2 Temel Opsiyon Türleri

Opsiyon sözleşmeleri, yatırımcıların kullanım amacına yönelik olarak ya alım (call) ya da satım (put) opsiyonundan oluşmaktadır.

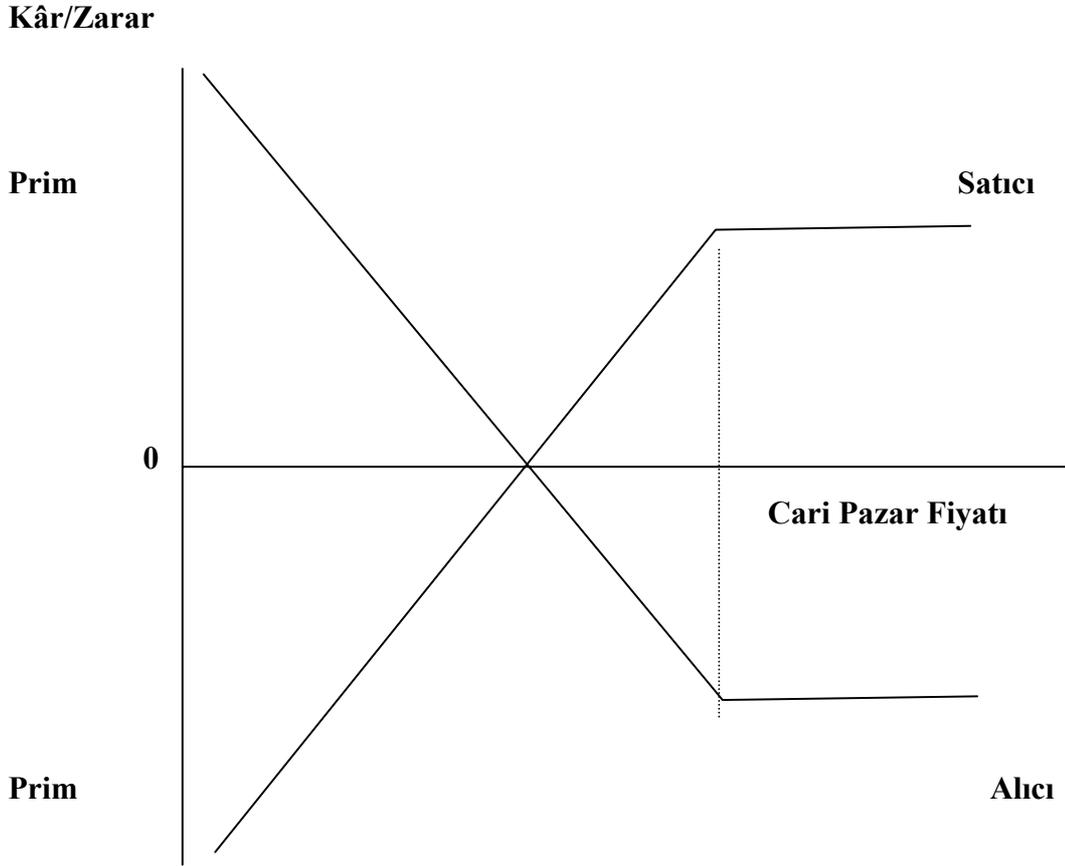
- **Alım (Call) Opsiyonları** : Sözleşmeyi alan tarafa, alım hakkı tanıyan opsiyon sözleşmelerine alım (call) opsiyonu denilmektedir. Call opsiyonu alıcısının beklentisi, ilgili menkul kıymet fiyatının artması yönündedir. Call opsiyonu alıcısı, sözleşmeyle elde ettiği belirli bir fiyattan alma hakkını, vade süresince ve ya vade sonunda, menkul kıymet fiyatının artması ile birlikte kullanacaktır. Ters durumda ise opsiyon sözleşmesi geçersiz olacak ve ödediği prim kadar zarar edecektir. Call opsiyonu satıcısının öngörüsü ise, ilgili menkul kıymetin fiyatının gelecekte düşmesidir. Bu nedenle düşüşten zararı minimize etmek veya kâr elde etmek adına, call opsiyonu satarak, prim elde etmektir.

Şekil 2.1 Call Opsiyonları



- **Satım (Put) Opsiyonları** : Sözleşmeyi alan tarafa, satım hakkı tanıyan opsiyon sözleşmelerine satım (put) opsiyonu denilmektedir. Put opsiyonu alıcısının beklentisi, ilgili menkul kıymet fiyatının düşmesi yönündedir. Put opsiyonu alıcısı, sözleşme ile elde ettiği belirli bir fiyattan satma hakkını, vade süresince ve ya vade sonunda menkul kıymet fiyatının düşmesi ile birlikte kullanacaktır. Ters durumda ise opsiyon sözleşmesi geçersiz olacak ve ödediği prim kadar zarar edecektir. Put opsiyonu satıcısının beklentisi ise, ilgili menkul kıymetin fiyatının artması yönündedir. Bu artıştan kâr elde edebilmek için, opsiyon sözleşmesini prim karşılığında satmaktadır.

Şekil 2.2 Put Opsiyonları



2.1.5.4.3 Vade Yapısına Göre Opsiyon Türleri

Vadesine göre opsiyon sözleşmeleri, temel olarak, Avrupa tipi ve Amerikan tipi olmak üzere ikiye ayrılırlar(*İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu:476*);

- **Avrupa tipi opsiyon (European Options)** : Opsiyonu alan tarafın, sözleşmeye konu mal ve ya kıymeti (hisse senedini) satın alma (Call) veya satma hakkını (Put) sadece vade sonunda kullanmasını sağlayan

sözleşmelerdir. Bu tip bir opsiyonu vadeden önce kullanmak mümkün değildir.

- **Amerikan tipi opsiyon (American Options) :** Vade sonu da dahil olmak üzere opsiyon alıcısına istediği zaman hakkını kullanma imkanını sağlayan opsiyonlardır. Opsiyonların, Avrupa ve ya Amerika tipi olmalarının coğrafi olarak hiçbir anlamı yoktur.

Her iki opsiyon türü, hem Amerika'da hem de Avrupa'da işlem görmektedir. Tüm dünyada opsiyon sözleşmelerinin alım-satımının yapıldığı organize piyasalarda ağırlık Amerikan tipi opsiyonlarda olmasına rağmen, tezgâh üstü piyasalarda alım-satımı yapılan sözleşmelerin büyük çoğunluğu Avrupa tipi opsiyon sözleşmeleridir.

2.1.5.4.4 Opsiyon Sözleşmesi Çeşitleri

Opsiyon sözleşmesi çeşitleri, hisse senedi opsiyonları, döviz opsiyonları, faiz oranı opsiyonları ve vadeli işlem opsiyonları olarak sınıflandırabiliriz.

2.1.5.4.4.1 Hisse Senedi Opsiyonları

Hisse senedi opsiyonları, sahibine, sözleşmenin vadesinde ve ya vadeye kadar olan süre içerisinde opsiyona konu teşkil eden hisse senetlerini sözleşmede belirtilen fiyat üzerinden ve belirtilen miktarda satın alma ve ya satma hakkı veren opsiyon türüdür. Kısaca, hisse senedi opsiyonunda opsiyon sözleşmesine konu olan varlık, hisse senedir.

Bireysel hisse senetleri üzerine opsiyonlar toptan sözleşmeler şeklinde alınıp-satılabilirler. Bir opsiyon sözleşmesi normalde ilgili hisse senedinden 1.000 tanesi üzerine yapılan bir opsiyonu göstermektedir. Nadiren de olsa, mevcut opsiyonların sözleşme büyüklüğünü ilgili hisse senedinde ortaya çıkan sermaye değişikliklerini yansıtabilecek şekilde düzeltmek gerekmektedir. Bir opsiyon sözleşmesi almak isteyen kişi, opsiyon satıcısına prim adı verilen belli bir fiyat öder. Organize piyasalarda

primler, tek bir hisse senedi üzerinden yapılmış opsiyon bazında kote edilirler. Hisse senedi üzerine opsiyonlar hisse senetleri fiyat hareketlerinden ve hisse senedi piyasalarındaki genel dalgalanmalardan faydalanmak üzere fırsatlar sunmaktadır. Bu fırsatlar bir kaç farklı şekilde kullanılabilir(Akalın,2006:19);

- Hisse senedi fiyatında ortaya çıkabilecek düşüşe karşılık güvence olarak,
- Belli bir hisse senedi üzerinden gelir elde etmek,
- Doğrudan spekülasyon yapmak.

1978 yılında Avrupa’da, biri İngiltere’de diğeri Hollanda’da olmak üzere hisse senetleri üzerine iki tane opsiyon piyasası mevcut iken, bugün hemen hemen tüm Avrupa ülkelerinde söz konusu piyasalar aktif olarak faaliyet göstermektedir.

2.1.5.4.4.2 Döviz Opsiyonları

Borsaya bağlı gelecek sözleşmeleri ve vadeli teslim sözleşmeleri ilerde yapılacak döviz işlemlerine uygulanacak kuru bugünden belirler. Böylelikle kur riski önlenmiş olur. Ama bunların hiçbirisi müşteriye, sözleşme yapıldıktan sonra onu yerinen getirmeme hakkı vermez. İlerideki tarihte spot kur daha uygun ise, müşteri, sözleşmeyi uygulamak istemeyebilir. Spot piyasada işlem yapmayı tercih eder. Döviz opsiyonları bu ihtiyaçtan doğmuştur(*Seyidoğlu,1997:113*).

Döviz opsiyonu sahibine, belirli bir vadede ve ya önceden belirlenmiş bir fiyattan, belirli bir miktarda döviz satın alma ve ya satma hakkı tanıyıp, yükümlülük yükleyen sözleşmedir. A.B.D.’deki Philadelphia Borsası, dünyanın işlem hacmi bakımından en büyük döviz opsiyon borsasıdır. Borsa dışında yapılan opsiyon sözleşmesi ise, New York , Londra ve Tokyo’da yapılmaktadır. Döviz opsiyon borsasının işlem hacmi bakımından, dünyanın en büyük opsiyon piyasasına sahip olmasına rağmen iş çoğunun borsa dışında yapılmasından dolayı, gerçek rakamları tespit etmek mümkün değildir(*Terzi,2006:51*).

Döviz opsiyonları, riski kontrol etmek ve spekülasyon amaçlı yatırım yapmak isteyenlere çeşitli alternatifler ortaya koymaktadır. Bu nedenle, döviz opsiyonu piyasasında aktif olarak işlem yapacak yatırımcıların, döviz opsiyonunun değerini hesaplamaları gereklidir. Bu değeri belirlerken, birden çok faiz oranlarının modele dahil edilmesi gerekir. Bu iddia da, daha sonra ayrıntılı görülecek olan Black Scholes Modeli' nin varsayımlarından farklı olduğu için, modelin döviz opsiyonlarına tam olarak uygulanamayacağı kanısı belirmektedir.

2.1.5.4.4.3 Faiz Oranı Opsiyonları

Faiz Oranı Opsiyonları, sahibine herhangi bir tarihten itibaren belli süre içinde, belirli bir faiz üzerinden borçlanma, ya da borç verme hakkını veren opsiyonlardır. Bu tip opsiyonlar faiz taşıyan menkul kıymetlere dayanan opsiyonlardır. Faiz opsiyonları kamu borçlanma araçlarına ilişkin olabileceği gibi bu araçlara dayalı futures kontratlara ilişkin olarak da yazılabilmektedir.

Borsalarda en yaygın olarak alım satımı yapılan faiz opsiyonları, devlet tahvili, hisse senedi euro dolar futures kontratlar üzerine yazılan opsiyonlardır. Bu finansal varlıkların fiyatları, ilgili oldukları borcun anapara tutarının belirli bir yüzdesi olarak kote edilir. Faiz oranları yükseldiğinde, tahvil fiyatları düşer, faiz oranları düştüğünde de tahvil fiyatları yükselir. Faiz oranları yükseldiğinde yatırımcı daha fazla gelir elde etme amacıyla, tahvil almak yerine parasını bankaya yatırmayı tercih eder. Bunun sonucu da, tahvile olan talep azalır ve tahvil fiyatları düşer. Faiz oranları düştüğünde ise fonlar tahvile kayarak tahvile olan talep artar ve tahvil fiyatları yükselir. Kısa süreli faiz oranlarının yükseleceğini düşünen bir yatırımcı, Euro/ dolar futures sözleşmesi üzerine yazılan bir put opsiyonu satın alarak, spekülasyon yapabilir. Bu arada kısa süreli faiz oranlarının düşeceğini tahmin eden bir yatırımcı da Euro dolar futures ile ilgili call opsiyon (satın alma opsiyonu) satın alarak spekülasyon yapmaktadır. Faiz oranlarının yükseleceğini bekleyen yatırımcı, bu yükseliş sonucunda dolara olan talebin azalacağı ve dolar fiyatının düşeceğini tahmin etmektedir. Bu düşüşten kendini korumak için de put opsiyonu satın alıp, opsiyon gereğince piyasadakinden daha pahalıya dolar satmayı amaçlamaktadır. Faiz

oranlarının düşeceğini bekleyen yatırımcı , bu düşüş sonucunda dolara olan talebin artacağını ve dolar fiyatının yükseleceğini tahmin etmektedir. Bu yükselişten kendini korumak için de call opsiyon satın alarak opsiyon gereğince, ucuza dolar alıp, piyasada pahalıya satmayı hedeflemektedir.

Buna benzer olarak, uzun süreli faiz oranlarının yükseleceğini uman bir yatırımcı , hazine senedi ve ya devlet tahvili ile ilgili bir put opsiyonu satın alarak spekülasyon yapabilir. Buna karşılık başka bir yatırımcı uzun süreli faiz oranlarının düşeceğine inanmakta ve söz konusu varlıklar ile ilgili call opsiyon satın almaktadır. Faiz oranlarının yükseleceğini bekleyen yatırımcı, bu yükseliş sonucunda tahvile olan talebin azalacağını ve tahvil fiyatının düşeceğini tahmin etmektedir. Put (satım) opsiyonu satın alarak, piyasadan ucuza aldığı tahvilleri opsiyon gereğince yüksek fiyattan satarak kazanç sağlamayı düşünmektedir. Faiz oranlarının düşeceğini bekleyen diğer yatırımcı ise bu düşüş sonucunda tahvile olan talebin artacağını, dolayısıyla tahvil fiyatının yükseleceğini beklemektedir. Call opsiyon satın alarak opsiyon gereğince, düşük fiyattan tahvil alıp, piyasada pahalıya satmayı amaçlamaktadır.

Faiz opsiyonları vade ayları Mart, Haziran, Eylül ve Aralık aylarıdır. Bu aylar içinde herhangi bir iş gününde işlem yapılabilir ve teslim de işlemin yapıldığı günden sonra gerçekleşir.

2.1.5.4.4 Vadeli İşlem Opsiyonları

Bu tip opsiyonlar, ilk defa 1982 yılında finansal enstrüman olarak kullanılmıştır. Opsiyon sözleşmesine konu olan varlık, gelecek sözleşmesidir. Basta ABD, İngiltere ve Kanada olmak üzere gelişmiş bir çok opsiyon borsalarında tarım ürünleri üzerine opsiyon yazılmaktadır.

Vadeli işlem sözleşmesi alma ve ya satma hakkı veren opsiyonlara vadeli işlem sözleşmesi üzerine opsiyonlar denilmektedir. Sözleşmeye konu olan ürün yine bir türev enstrüman olan vadeli işlem sözleşmesidir. Burada call opsiyonu

kullanıldığında vadeli işlem sözleşmesi satın alınmakta, put opsiyonu kullanıldığında ise, vadeli işlem sözleşmesi satılmaktadır.

Opsiyon sözleşmesine konu olan varlığın gelecek sözleşmesi olduğu opsiyonlardır. Opsiyonu alıcısına, belirli bir gelecek sözleşmesini, belirli bir fiyattan alma ya da satma hakkı veren opsiyonlardır. Opsiyon alıcısının asıl amacı, gelecek sözleşmesinin değerinde oluşabilecek değişimlerden spekülasyon kâr elde etmektir.

2.1.5.4.5 Opsiyon Fiyatını Etkileyen Faktörler

Opsiyon fiyatını etkileyen başlıca değişkenler şunlardır(*Terzi,2006:56*):

- **Hisse Senedi Fiyatı:** Hisse senedi fiyatı yükselirse, -örneğin, hisse fiyatları 20 \$ iken, 25\$ olursa- opsiyonun değeri de -1,88 \$ iken 5,81 \$- yükselecektir. Böylece opsiyonun fiyatı, hisse senedi fiyatı yükseldiğinde yükselecektir.
- **Kullanım Fiyatı:** Hisse senedinin işlem fiyatı 20 \$ iken 25 \$ olursa, opsiyonun değeri düşecektir. Opsiyon değerindeki düşüş, opsiyon kullanım fiyatında ki yükselişten daha az olacaktır. Opsiyon değerindeki yüzde düşüştür.
- **Opsiyon Zamanı:** Vadeye kalan zaman arttıkça, opsiyonun değeri de yükselecektir. Opsiyon değeri, stok fiyatındaki değişimlere bağlıdır. Opsiyonun zamanı uzadıkça, hisse senedi fiyatındaki tırmanış devam eder.
- **Risksiz Faiz Oranı:** Risksiz faiz oranı, %12'den %16' ya yükseldiği zaman, opsiyon değeri çok küçük oranda değişir.-1,88 iken 1,99 olur.- Bu modeldeki, risksiz faiz oranındaki yükseliş, kullanım fiyatının bugünkü değerini düşürür. Opsiyonun bugünkü değerini yükseltir. Risksiz faiz oranı, $N(d1)$ ve $N(d2)$ normal dağılım işlemlerinin fonksiyon değerinin belirlenmesinde önemli rol oynar. Bu dağılım etkisi, ikinci derecede önemlidir. Gerçekten opsiyon fiyatları, genelde faiz oranlarına karşı hassas değildir.

- **Varyans:** Varyans, 0,16 iken 0.25'e yükselirse, opsiyonun değeri 1.88 \$'dan 2,27 \$'a yükselecektir. Diğer faktörler sabit kalsa bile, risk arttıkça, opsiyonun değeri de artacaktır.

Sonuç mantıklı görünmektedir. İlk olarak, bir hisse senedi opsiyonu satın alıp, bunu kullanım fiyatından satarsan ve varyans sifıra eşitse, hisse sendi fiyatı yüksek çıkma olasılığı sıfırdır. Bundan dolayı, hisse senedinin kazanç sağlama olasılığı da sıfırdır. Diğer taraftan, yüksek varyansa sahip bir hisse senedi opsiyonu satın alındığında, yüksek olasılıklar hisse fiyatı yukarı gidecektir. Bundan dolayı, bu opsiyonda yüksek kazanç sağlanacaktır. Tabiki, yüksek varyansa sahip olmasına rağmen stok fiyatları aşağı düşebilir. Bu durumda yatırımcı zararı ödediği primle sınırlıdır. Hisse fiyatlarındaki yükseliş, opsiyon sahiplerine düşüştendaha fazla yardım eder. Ne kadar büyük varyansa sahipse, opsiyonun değeri de o kadar artacaktır. Bütün bunlar riskli hisse senetleri üzerine fırsatlar yaratır.

2.1.5.4.6 Opsiyon Sözleşmesi Fiyatlaması

Opsiyon sözleşmelerinin fiyatlaması şu şekilde yapılır
(<http://www.baskent.edu.tr>, 01.04.2008):

Notasyon:

S	Spot piyasa fiyatı
C	Call (alım) opsiyonunun fiyatı
P	Put (satım) opsiyonunun fiyatı
K	Opsiyonun kullanım fiyatı
r	Risksiz faiz oranı
t	Vadeye kalan süre
D	Temettü ödemesi
e	2,71828

- σ_s^2 Hisse getirilerinin varyansı
 σ_s Hisse getirilerinin standart sapması

2.1.5.4.6.1 Alım Opsiyonunun Maksimum Değeri

Alım opsiyonu, menkul kıymeti alma hakkı veren bir opsiyon olduğundan hiç bir yatırımcı bu opsiyonlara (kullanım fiyatı “0” bile olsa) spot piyasa fiyatının üzerinde bir fiyat ödemek istemeyecektir. Dolayısıyla, bir alım opsiyonunun alabileceği maksimum değer menkul kıymetin spot piyasa fiyatıdır.

$$C < S$$

2.1.5.4.6.2 Amerikan Tipi Alım Opsiyonlarının Minimum Değeri

Vadesinden önce kullanılabilen Amerikan tipi alım opsiyonlarının değeri, vadeden önce en az menkul kıymetin spot piyasa fiyatı ile kullanım fiyatı arasındaki kadar olmalıdır. Eğer bu fark negatifse, opsiyonun değeri “0” olacaktır. Dolayısıyla, Amerikan tipi alım opsiyonunun minimum değeri:

$$C_a > \text{Max}(0, S-K) \text{ olacaktır.}$$

Opsiyonun fiyatı herhangi bir şekilde olması gereken minimum değerinin altına düştüğü takdirde arbitraj olanağını ortaya çıkacaktır. Örneğin;

Spot piyasa fiyatı $S = 1.500$ YTL

Kullanım fiyatı $K = 1.200$ YTL

Opsiyonun fiyatı $C = 200$ YTL

ise arbitraj yapmak mümkün olacaktır. Bu olanağı gören bir yatırımcı 200 YTL ödeyerek opsiyonu satın alacak ve hemen kullanmak isteyecektir. 1.200 YTL' den menkul kıymetleri opsiyonu yazan taraftan satın alıp 1.500 YTL' den spot piyasada

satacaktır. Bu işlem sonucu herhangi bir risk almadan 100 YTL' lik bir kâr elde edecektir.

2.1.5.4.6.3 Avrupa Tipi Alım Opsiyonlarının Alt Sınırı

Avrupa tipi alım opsiyonlarının alt sınırını belirleyebilmek için, iki farklı portföy kullanılabilir: İlk portföy, (A portföyü) bir adet alım opsiyonu ve $K(1+r)^{-T}$ kadar nakitten oluşmaktadır. İkinci portföyde (B portföyü) ise sadece hisse senedi bulunmaktadır.

- Eğer hisse senedinin değeri opsiyonun kullanım fiyatından yüksekse ($S > K$) A portföyünün değeri hisse senedinin değerine eşit olacaktır:
- Eğer opsiyonun kullanım fiyatı hisse senedinin fiyatından düşük olursa ($S < K$), opsiyon değersiz hale geleceğinden kullanılmayacaktır.
- t zamanında B portföyünün değeri ise hisse senedinin değerine (S) eşit olacaktır.

2.1.5.4.6.4 Satım Opsiyonlarının Maksimum Değeri

Satım (put) opsiyonu sahibi bir yatırımcı, opsiyonu kullandığında hisse senetlerini mümkün olan en yüksek fiyata satmak isteyecektir. Hisse senedinin spot piyasa fiyatının düşmesi yatırımcının lehine olacaktır. Hisse senedinin fiyatının sıfır olması gibi uç bir durumda, satım opsiyonunun değeri kullanım fiyatına eşitlenecektir.

- Amerikan tipi satım opsiyonları için maksimum değer, kullanım fiyatına eşit olacaktır.
- Avrupa tipi opsiyonlar ancak vade sonunda kullanılabilirlerinden, opsiyonun maksimum fiyatı kullanım fiyatının bugünkü değerine eşittir.

2.1.5.4.6.5 Amerikan Tipi Satım Opsiyonlarının Minimum Değeri

Amerikan tipi bir satım opsiyonunda kullanım fiyatı menkul kıymetin spot piyasa fiyatının üzerindeyse, yatırımcılar, ellerindeki satım opsiyonlarını kullanacaktır. Dolayısıyla satım opsiyonunun minimum değeri, kullanım fiyatı ile spot piyasa fiyatı arasındaki fark kadar olacaktır.

$$P_a > \text{Max}(0, K-S)$$

2.1.5.4.6.6 Avrupa Tipi Satım Opsiyonunun Alt Sınırı

Avrupa tipi satım opsiyonlarında alt sınırı belirleyebilmek için yine iki farklı portföy kullanılabilir: Portföylerden birinde (C Portföyü), $K(1+r)^{-T}$ kadar nakit, diğerinde ise (D Portföyü) bir adet hisse senedi ve bir adet satım opsiyonu bulunmaktadır.

- C portföyündeki nakit, risksiz getiri oranından değerlendirildiğinde vade sonundaki değeri K olacaktır.
- Vade sonunda opsiyonun kullanım fiyatı hisse senedinin spot piyasa değerinin üzerinde ise ($K > S$), D portföyündeki satım opsiyonu kullanılacaktır, ve portföyün değeri K' ya eşit olacaktır. Ters durumda ise, yani hisse senedinin fiyatı, opsiyonun kullanım fiyatından yüksek iken bu satım opsiyonu kullanılmayacak ve D portföyünün değeri S olacaktır.

Bir put opsiyonunun fiyatı en kötü ihtimalle “0” olacağından Avrupa tipi bir satım opsiyonunun alt sınırı şu şekilde belirtilebilir:

$$P_e > \text{Max} [K(1+r)^{-T} - S, 0]$$

2.1.5.4.7 Opsiyon Sözleşmesi Fiyatlama Modelleri

Opsiyon fiyatının hesaplanmasında kullanılmak üzere iki temel yöntem geliştirilmiştir. Bunlar; Black-Scholes ve Binom modelleridir.

2.1.5.4.7.1 Black-Scholes Modeli

Avrupa tipi ve kâr payı ödemeyen hisse senetleri üzerine yazılan opsiyonlar için geliştirilen bu model, döviz opsiyonlarında da kullanılabilir. Ayrıca bu modelle birlikte Scholes ve Metron 1997 yılında Nobel Ödülünü almıştır.

$$C = S N(d_1) - K e^{-rt} N(d_2)$$

$$d_1 = \ln(S/K) + (r + 0.5 \sigma_s^2)t / \sigma_s \sqrt{t}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma_s \sqrt{t}$$

$N(d_1)$, $N(d_2)$: Nominal dağılım tablosunda d_1 ve d_2 ye karşı gelen değerlerdir: vadede fiyatın ortalamadan d_1 ve d_2 standart sapma gösterme olasılıklarıdır.

Örnek:Avrupa tipi bir alım opsiyonun priminin hesaplanması(<http://www.baskent.edu.tr>,04.03.2008):

$$S = 98 \$ \text{ (spot piyasa fiyatı)}$$

$$K = 100 \$ \text{ (kullanım fiyatı)}$$

$$t = 0.25 \text{ (3 ay)}$$

$$r = \%5 \text{ (0.05)}$$

$$\sigma_s^2 = \%25 \text{ (0.25) (varyans)}$$

$$\sigma_s = 0.5 \text{ (standart sapma)}$$

$$d_1 = \ln(98/100) + [0.05 + 0.5(0.25)] / 0.5 \sqrt{0.25}$$

$$= 0.0942$$

$$d_2 = 0.0942 - (0.5) \sqrt{0.25}$$

$$= -0.1558$$

$$N(d_1) = N(+0.0942)$$

$$N(d_2) = N(-0.1558)$$

Normal dağılım tablosundan;

$$N(0.09) = 0.5359$$

$$N(0.10) = 0.5398$$

$N(0.0942)$, $N(0.09)$ ve $N(0.10)$ arasında bulunduğu için;

$$N(0.0942) = N(0.09) + (42/100)(N(0.10) - N(0.09))$$

$$= 0.5359 + (42/100)(0.5398 - 0.5359)$$

$$= 0.5375$$

Aynı şekilde;

$$N(-d) = 1 - N(d)$$

$$N(-0.1558) = 1 - N(0.1558)$$

$$N(0.15) = 0.5596$$

$$N(0.16) = 0.5636$$

$$N(0.1558) = N(0.15) + (58/100)(N(0.16) - N(0.15))$$

$$= 0.5596 + (58/100)(0.5636 - 0.5596)$$

$$= 0.5619$$

$$1 - N(0.1558) = 1 - 0.5619$$

$$= 0.4381$$

$$C = S N(d_1) - K e^{-rt} N(d_2)$$

$$C = 98(0.5375) - 100 e^{-0.05(0.25)}(0.4381)$$

$$C = \$9.41$$

2.1.5.4.7.2 Binom Modeli (Cox, Ross & Rubinstein Formülü)

Amerikan tipi opsiyonların fiyatlamasında kullanılan bu model, kısa bir zaman diliminde fiyatlarda iki yönde (binomial) değişim olabileceği esasına dayanmaktadır. Modelin varsayımları;

- Piyasaların mükemmel işlediği ve rekabetin söz konusu olduğu; yatırımcıların tek bir faiz oranı, r , ile nakit ödünç alıp verebildikleri,
- Yatırımcıların daha fazla serveti daha az servete tercih ettikleridir.

Görüldüğü gibi temel prensip, sermaye piyasasının dengede olduğu bir durumda alım ve satım opsiyonlarının fiyatlaması ve bu opsiyonlar kullanılarak oluşturulan portföylerin beklenen getirisinin risksiz faiz oranına eşit olmasıdır.

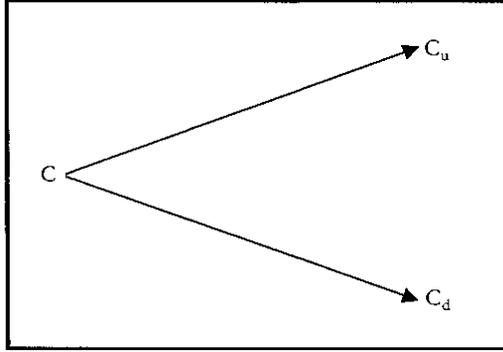
2.1.5.4.7.2.1 Tek Dönemlik Binom Dağılım Modeli

Opsiyonun vadesinin dolmasına bir dönem kaldığı varsayılmaktadır. Bu modele göre Δt zaman diliminde hisse senedinin fiyatı ya (p) olasılığı ile u kadar yukarı, ya da $(1-p)$ olasılığı ile kadar aşağı doğru hareket edecektir. Böylelikle hisse senedinin fiyatı;

Fiyat yükseldiğinde : S_U

Fiyat düştüğünde : S_D

şeklinde olacaktır.

Şekil 2.3: Tek Dönemlik Binom Modeli

Vade sonunda oluşan hisse senedi fiyatına göre bir alım opsiyonunun fiyatı aşağıdaki gibi olacaktır:

$$C_U = \text{Max} [0, S(1 + u) - K]$$

$$C_D = \text{Max} [0, S(1 + d) - K]$$

$$p = (r - d) / (u - d)$$

$$1 - p = (u - r) / (u - d)$$

Bu formüllerle bugünkü call (alım) fiyatı (C_0) elde edilir:

$$C_0 = C_U p + C_D (1 - p) / r$$

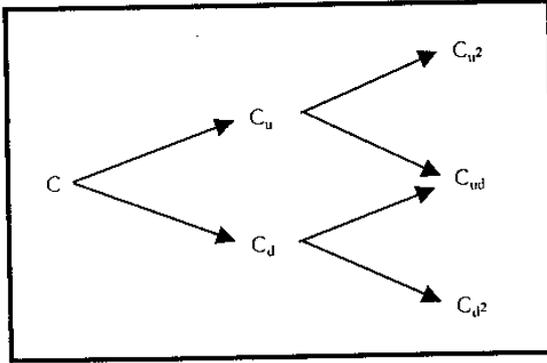
2.8.2.2. İki Dönemlik Binom Dağılım Modeli

Dönem sayısı ikiye çıktığında da call (alım) opsiyonunun prim fiyatı tek dönemlik modelde kullanılan yöntemlerle hesaplanır.

- İlk dönemin sonunda S_U değerine yükselen fiyat, ikinci dönemin sonunda ya yükselip S_{UU} , ya da düşüp S_{UD} değerini alacaktır.

- İlk dönemin sonunda S_D değerine düşen fiyat, ikinci dönemin sonunda ya S_{DU} değerine yükselecek, ya da tekrar düşerek S_{DD} değerini alacaktır.

Şekil2.4: İki Dönemlik Binom Modeli



Dolayısıyla ikinci dönemin sonunda üç adet olasılık söz konusu olacaktır. Aynı zamanda, opsiyon fiyatları da hisse senedinin fiyatına bağlı olarak değişecektir:

$$C_{UU} = \text{Max} [0, S (1 + u)^2 - K]$$

$$C_{UD} = \text{Max} [0, S (1 + u)(1 + d) - K]$$

$$C_{DD} = \text{Max} [0, S (1 + d)^2 - K]$$

$$p = (r - d) / (u - d)$$

$$1-p = (u - r) / (u - d)$$

Formüllerden yararlanarak, vadesinin dolmasına iki dönem kalmış bir alım opsiyonunun fiyatı şu şekilde hesaplanabilecektir(*Erol, 1994, 127*):

$$C_0 = p^2 C_{UU} + 2p(1-p) C_{UD} + (1-p)^2 C_{DD} / r^2$$

2.1.5.4.8 Put CALL Paritesi

Alım ya da satım opsiyonlarından birinin bulunmadığı piyasalarda bulunan opsiyon, opsiyonun altında yatan varlık ve borçlanma kullanılarak bulunmayan opsiyona eşdeğer bir opsiyon elde edilebilir. Buna "Alım-Satım Opsiyon Paritesi" (Put-Call parity) adı verilir. Aşağıdaki denklem ile açılır:

$$P+S=C+B(x)$$

Burada P satım (Put) opsiyonu değeri, S opsiyonun altında yatan varlık (örneğin hisse senedi), C alım (Call) opsiyonu değeri ve B(x) opsiyonun vadesi geldiğinde alım-satım için uygulanacak olan ve önceden üzerinde anlaşılmış olan uygulama fiyatının (Exercise Price) bugünkü değeridir (Present Value). Bu eşitliğin geçerli olabilmesi, arbitraj fırsatlarının tüketilmiş olması ya da işlem maliyetlerinin arbitraj getirisinden yüksek olması gerekir.

Örneğin, Alım opsiyonunun bulunmayıp, satım opsiyonunun bulunduğu bir piyasada yukarıdaki parite denkleminde yararlanarak getirisi Alım opsiyonuna denk bir portföy oluşturulabilir:

$$C=P+S-B(x)$$

Satım opsiyonu ve opsiyon altında yatan varlık satın alınıp uygulama fiyatının bugünkü değeri kadar borç verilirse, portföyün getirisi alım opsiyonunun getirisine denk olacaktır.

2.1.5.5 Vadeli İşlem, Forward ve Opsiyon İşlemlerinin Karşılaştırılması

Vadeli işlem, forward işlemler ve opsiyon işlemlerinin karşılaştırılması aşağıda bulunan Tablo 2.4' de verilmiştir:

Tablo 2.4: Forward, Futures ve Opsiyon İşlemlerinin Karşılaştırılması

Temel Özellikler	Forward	Futures	Opsiyon
Riskten Korunma Aracı	Evet	Evet	Evet
Standart Sözleşmeler	Hayır	Evet	Evet
Borsada veya Tezgah Üstü Piyasada İşlem Görme	Genelde Tezgâh üstü	Genelde Borsa	Her İkisinde de
Takas Yükümlülüğü	Şart	Nadiren	Hak Kullanılırsa Var
Teminat Zorunluluğu	Yok	Var	Satıcı İçin Var
Vadeye Kadar Nakit Akışı	Yok	Var	Satıcı İçin Var
Kredi Riski	Var	Yok	Yok
Kaldıraç Etkisi	Yok	Var	Var
Hak ve Zorunlulukların Birbirinden Ayrı Olması	Hayır	Hayır	Evet

Kaynak: Çetin Ali Dönmez ve Diğerleri, Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2002, s.8.

2.1.5.6 Swap İşlemler

Swap kavramının Türkçe karşılığı takastır. Finansal açıdan swap ise, en geniş anlamda borçların değiş tokuş edilmesi sürecidir. Swap iki tarafın belirli bir zaman dilimi içerisinde ödemelerini karşılıklı olarak değişiminde anlaştıkları finansal işlemlerdir. Swap işlemlerinin temel amacı, tarafların farklı finansal piyasalarda

farklı avantajlara sahip olmaları ve bu avantajlarından yararlanarak, faiz oranları ile döviz kurlarında yaşanan değişmelerin yaratmakta olduğu belirsizliği ve riski azaltmaktır (<http://www.tspakb.org.tr/04.04.2008>).

Genel anlamıyla, swap finansman yöneticilerine hem riski azaltmak hem de gelirlerini artırma imkanı verir. Swap işlemlerine temel oluşturan genel sebepler aşağıdaki gibidir;

- Döviz fonlarına erişebilme yeteneği ve ya erişme güçlükleri
- Değişken faizli fon sağlayabilme yeteneğine karşın sabit faizli fon temininde karşılaşılan zorluklar
- Farklı finansal piyasalarda kurumsal ve yapısal farklılıkların bulunması
- İşlemlerin taraflarının farklı piyasalarda farklı kredi değerliliklerine sahip olması

Swap işleminde bir para birimi başka bir para birimi ile aynı gün içerisinde değiştirilmektedir. Ancak, bir vadeli işlem çeşidi olan swapta satılan para birimi ileriki bir günde ters işlemle geri alınmaktadır (*Karatepe, 2000: 147*). Swap işlemleri ile faiz oranları ile döviz kurlarında kaydedilen dalgalanmaların yarattığı risk minimize edilmeye çalışılır.

Swap işleminin temelinde farklı kuruluşların farklı finansal piyasalardaki kredi değerliliklerine bağlı olarak farklı kredi koşulları ile karşılaşmaları ve bu farklılıkları kendi yararlarına olacak şekilde kullanmaları yatar. Daha teknik ve özet bir deyişle swap, dış ticaretteki karşılaştırmalı üstünlük kuramının finans pazarlarına uygulanmasıdır.

Swap işlemlerine temel oluşturan bu farklılıkların başlıcaları;

- Tarafların farklı finans pazarlarında farklı kredi değerliliğine sahip oluşları,
- Değişken faizli fon bulma yeteneğine karşı sabit faizli fon temininde karşılaşılan güçlükler,

- Belirli döviz fonlarına erişebilme olanağının sınırlı olması ya da erişme güçlükleri, başka bir deyişle, belirli para cinsinden fon bulma olasılığına karşı belirli para cinsinden kaynak bulmada karşılaşılan sorunlar,
- Dış- satım ve hizmetlerin belirli döviz cinsinden kaynak sağlanmasına karşı gereksinme duyulan döviz tür ya da türlerinin farklı oluşu,
- Belirli döviz cinsi üzerinden kredi sağlama olanağının, varlığına karşı farklı bir döviz cinsinden fon edinme zorunluluğu,
- Belirli bir piyasada, birincil borçlanma için gerekli likiditenin bulunmayışı,
- Bazı piyasalarda erişilebilen vadelerin kısalığı, uzun süreli borçlanma olanaklarının sınırlı oluşu.

Firmalar, fon akışlarını yeniden yapılandırmak fon giriş ve çıkışlarındaki uyumsuzluğu azaltmak, faiz riskinden kaçınmak içinde swap tekniğinden yararlanmaktadırlar.

2.1.5.6.1 Swap İşlemlerinin Tarihsel Gelişimi

1970’li yılların başında Bretton Woods anlaşmasının fiilen sonra ermesiyle birlikte aşırı dalgalanmaya başlayan döviz kurları, swap benzeri sözleşmelerin hayata geçirilmesi için uygun ortamı yaratmıştır. Firmalar ve finansal kuruluşlar özellikle yükümlülüklerini söz konusu dalgalanmalara karşı korunmak amacıyla swap işlemlerini sıklıkla kullanır hale gelmiştir. Swap sözleşmeleri 1970’lerde İngiltere’de ortaya çıkan paralel ve karşılıklı kredi anlaşmalarının bir uzantısıdır. Bu kredi anlaşmaları İngiliz hükümetinin yurt dışına sermaye çıkısını güçleştirmek ve yerli yatırımı özendirmek amacıyla, döviz işlemlerinden vergi alması uygulamasıyla beraber yapılmaya başlanmıştır. 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 gerçekleştiriyorlardır. Bu kredi anlaşmaları döviz kuru üzerindeki kısıtlamaların kaldırılmasıyla beraber para swap işlemlerine dönüşmüştür(*Mosele, 2006:64*)

İlk para swapı sözleşmesinin 1979 yılında Londra'da düzenlendiği sanılmaktadır. Para swapı, işlemleriyle bir para biriminden olan yükümlülüğün başka bir para biriminden olan yükümlülüğe çevrilebileceği görülünce sabit faiz yükümlülüğünü değişken faize ve ya değişken faiz yükümlülüğünü sabit faize çeviren faiz swapı sözleşmelerinin ortaya çıkması uzun sürmemiştir. İlk faiz swap sözleşmesinin, 1981 yılında Londra'da yapıldığı sanılmaktadır.

2.1.5.6.2 Swap İşlemlerinin Tarafları

Swap işlemlerinin taraflarını genel olarak fon kullanıcıları ve aracılar olarak 2 grupta toplamak mümkündür. Fon kullanıcıları, ekonomik ve finansal nedenlerle faiz ve döviz risklerini azaltmak için, aracılar ise komisyon ve kâr elde etmek amacıyla swap işlemi yaparlar. Swap işleminin tarafları (<http://www.tspakb.org.tr>, 01.01.2008):

- İşletmeler,
- Finansal kuruluşlar,
- Uluslar arası kuruluşlar,
- İhracat kredisi veren acenteler,
- Hükümetler ve Hükümet acenteleri olarak sayılabilir.

Yukarıda belirtilen tüm taraflar, swap işlemini farklı amaçlar ile gerçekleştirmektedirler.

2.1.5.6.3 Swap Türleri

Swap işlemlerini çok farklı sınıflandırmaya tabi tutulmuştur. Aşağıdaki sınıflandırmada bunlardan yalnızca biridir (www.asmmmo.org.tr, 02.02.2008):

- Para Swap (Currency Swap)
- Faiz Swap (Interest Rate Swap)
- Çapraz Faiz Swap (Cross Currency Interest Rate Swap)

- İleri Tarihli Swap (Forward Start Swap)
- Gecikmeli Swap (Delayed Start or Deferred Swap)
- Düz Swap (Plain Vanilla Swap)
- Opsiyonlu Swap (Swaption)
- Karma Özellikli Faiz Swap (Flavored Interest Rate)
- Azalan Bakiyeli Swap (Amortizing Swap)
- Artan Bakiyeli Swap (Accreting Swap)
- Mevsimsel Swap (Seasonal Swap)
- Dalgalı Ana Para Swap (Rollar Coaster Swap)
- Dalgalı Faiz Swap (Off-Market Swap)
- Basis Swap (Basis Swap)
- Getiri Eğrisi Swap (Yield Curve Swap)
- Karma Özellikli Para Swapları (Flavored Currency Swap)
- Sabit Faizden Sabit Faize (Fixed-to-Fixed)
- Değişken Faizden Sabit Faize (Floating-to-Fixed)
- Sabit Faizden Değişken Faize (Fixed-to-Floating)
- Mal Swap (Commodity Swap)
- Hisse senedi Swap (Equity Swap)
- Uzatmalı Swap (Extention Swap)
- Sıfır Kupon Swap (Zero-Coupon Swap)
- Çok Bacaklı Swap (Multi-Legged Swap)
- Aynı ve ya Farklı Para Cinsine Göre

Swap türlerini bu kadar kapsamlı olarak ele almak mümkün olmakla birlikte, temelde swap işlemlerini üçlü bir ayrıma tabi tutarak ele almak yararlı olacaktır. Zira yukarıda sayılan işlemler temel olarak birbirinin benzeri niteliğinde işlemlerdir. Dolayısıyla swap işlemleri faiz, para ve emtia swap işlemleri olarak ele alacağız.

2.1.5.6.3.1 Faiz Swap Sözleşmeleri

Faiz swapı iki tarafın belirli bir zaman dönemi için faiz ödemelerini karşılıklı olarak değiştirdikleri bir anlaşmadır. Faiz değişimi tarafların anlaştıkları varsayımsal ana para tutarına bağlı olarak hesaplanan faiz ödemeleri ile gerçekleşirken ana paralar el değiştirmemektedir. Faiz swaplarında vadeler 1 ile 15 yıl arasında değişmektedir. Genellikle değişken faiz ödemelerinde LIBOR referans gösterilmektedir. Böylece dalgalı faiz ödemeli borç sabit faizli borca çevrilmekte ve yüksek miktarda faiz ödemesinden kurtulunmaktadır(*Demirci,2003:20*).

Faiz swaplarının uygulanış biçimlerine göre değişik türleri mevcuttur. Bunlar şu şekilde sıralanabilir:

- Temel swaplar
- Forward swaplar
- Callable swaplar
- Putable swaplar
- Uzatılabilir swap
- Call swaption
- Put swaption
- Oran başlıklı swap
- Sıfır kuponlu swap
- Amorti edilen swap
- Accreting swap
- Rollercoaster swap

2.1.5.6.3.2 Para Swap Sözleşmeleri

Para swap işlemleri, 1960'lı yıllarda İngiltere' de başladığı düşünülmektedir. O yıllarda İngiltere'deki kambiyo sınırlamalarını aşmak için İngiliz firmaları bu işlemlere yönelmişlerdir. İngiliz firmaları, İngiliz Sterlini satın yabancı para alıp, bunlarla yurt dışında yatırım yapmayı hedeflemişlerdir(*Walmsley,1997:118*).

Ancak İngiltere Merkez Bankası Sterlinin yurt dışına çıkışını engellemek için, firmalardan yurt dışından borçlanarak yurt dışı yatırımlarını finanse etmelerini istemiştir. Ancak İngiliz firmaları bu durumdan çekinmişlerdir. Zira yurt dışındaki iştiraklerinin finansal bünyeleri, İngiltere’ de ki merkez firmalar kadar güçlü olmadığından, yurt dışı iştiraklerin kredi maliyetleri artmıştır.

Diğer yandan kambiyo kontrolü nedeniyle, ana firmanın (İngiltere’ de ki) iştiraklerinin borçlarına kefil olamaması maliyetlerin artışıdaki en temel nedendi.

Uluslar arası bankerler iştiraklerle İngiltere’ de ki firmalar arasında swap anlaşması fikriyle ortaya çıktılar. Swap sözleşmelerin kullanımı İngiliz Merkez Bankasının tam kontrolünde olmadığından, (bugün el değiştiren paralar vade tarihinde tekrar döneceğinden) firmalar rahatlıkla bu tip anlaşmalara girdiler.

Para swaplarının işleyişi, faiz swaplarının işleyişinden bazı farklılıklar göstermektedir. Faiz swap işlemlerinde, ana paraların değişimi söz konusu değilken, para swap işlemlerinde ana paraların yanı sıra faiz ödemeleri de değişime konu olmaktadır. Para swap işlemlerini çeşitlendirmek mümkündür. Para swaplarının çeşitleri şunlardır:

- Sabit Faizden Sabit Faize (Fixed-to-Fixed)
- Değişken Faizden Sabit Faize (Floating-to-Fixed)
- Sabit Faizden Değişken Faize (Fixed-to-Floating)

Swap işlemlerinin bir özelliği de döviz risklerini hedge etmek amacıyla kullanılmalıdır. Eğer finansal kuruluşlar varlıkları ile yükümlülüklerini doğru olarak eşleyemezlerse, döviz swap işlemlerini kullanarak bunu sağlayabilirler. Para swapında faiz swapından farklı olarak, taraflar arasında paralarda değiştirilmektedir. Üç temel evre söz konusudur(<http://www.baskent.edu.tr>,27.03.2008).

- Farklı paralara ihtiyaç duyan iki borçlu ana para tutarlarını değiştirirler.

- Swap sözleşmesi süresince faiz ödemeleri değiştirilir.
- Sözleşme sonunda ana paralar iade edilir.

Para swapı, geri satın alma anlaşmasıdır. Taraflardan biri belirlenen tutarda bir yabancı parayı belirlenen bir döviz kuru üzerinden satar. Ancak bu satış, satıcının söz konusu yabancı parayı, önceden belirlenen bir kur üzerinden gelecekte belirli bir tarihte geri satın almayı kabul etmesi koşuluyla gerçekleşir.

2.1.5.6.3.3 Mal Swap Sözleşmeleri

Mal Swap işlemleri, iki taraf arasında belirli bir miktar malın sabit ve değişken fiyatlarını belirli bir zaman süresince değiştirmeye yönelik bir anlaşmadır. Tezgâh üstü türevse, ürünlerin (OTC commodity derivatives) ilklerinden olan mal ya da emtia swap işlemleri ilk kez 1986 yılında kullanılmıştır. Tekniğin uluslar arası düzeyde önem kazanması ise 1991 Körfez Krizi dönemine rastlamaktadır.

Petrol swaplarının yanı sıra altın, bakır alüminyum ve nikelin swap işlemlerinde kullanılmaktadır. Tarımsal ürünlerde uyarlanması konusunda bankalarca üzerinde çalışılmaktadır. Gelecekteki pazar (futures), bu tür swap ile aynı doğrultuda kullanılmaktadır. Yalnız ne var ki futures kontratların daha az esnek olduklarını ve dokuz ayın ötesinde vade olanağı tanımadıklarını belirtmek gerekmektedir. Bankaların modelde rolleri mal spekülasyonu yapmak değil, yalnızca mal riski yönetimidir (commodity risk management). Amerikan Vadeli İşlem Komisyonu (Commodity Futures Trading Commission) 1990'lı yılların başında A.B.D.'de mal swap işlemlerine izin vermiştir.

Mal borsalarında, fiyat hareketlerine karşı üretici-satıcı ve kullanıcılara hedging olanağı veren modelde mal üreticisi düzenleyici bankaya birim mal başına bağımsız bir endekse dayalı değişken fiyat (floating price) ödemeyi kabul etmektedir. Bu spot pazarda, malı için elde edeceği fiyat olabilir. Karşılımda bankadan birim başına sabit bir fiyat elde edilmektedir Eğer değişken fiyat, ki bu altı aylık ortalama

spot fiyat olabilir (veya daha kısa vade), sabit fiyatı aşarsa üretici bankaya aradaki fark ile satılan birim mal (varil ham petrol) çarpımı kadar tutarı borçlanmaktadır. Eğer değişken fiyat sabit fiyatın altında kalırsa aradaki fark bankaca üreticiye ödenmektedir.

Mal swap işlemi, tüketici açısından ters çalışmaktadır. Tüketici değişken karşılığı sabit fiyat ödeyecektir. Böylece fiyatlar yükselirse swap anlaşması tüketici açısından cazip olacaktır, zira aradaki fark bankaca kendine ödenecektir. Spot fiyatların düşmesi halinde tüketicinin herhangi bir yararı olmayacaktır.

Mal Swap işleminde (commodity swap), sabitten dalgalıya faiz swap işlemine oldukça benzeyen bir model olup, üretici ve kullanıcılara uluslararası mal borsalarındaki fiyat hareketlerine karşı korunma olanağı vermektedir. Modelde swap anlaşması gereği malını sabit bir fiyattan bankaya satan üretici karşılığında, üretip sattığı malın pazar fiyatına bağlı bir endekse dayalı değişken fiyatı ödemeyi kabul etmektedir. Eğer spot pazarda fiyatlar sabit fiyatın üzerine çıkarsa aradaki fark bankaya ödenecektir. Mal üreticisi, mal borsalarındaki belirsizliklere karşın kendini güvenceye almış ve bütçeleme faaliyetlerini daha sağlam temellere oturtmuştur. Kuşkusuz ürettiği malın borsalarca talebinin artması ve fiyatının yükselmesi de bir olasılıktır. Bu durumdan yararlanan riski üstlenen banka olacaktır(*Ersan,1998:179*).

Örnek: Kimyasal ürünler üreten AZOT şirketi her üç ayda bir ortalama 100.000 varil petrol kullanmaktadır. AZOT satıcılarına 3 yıl için ürünlerini euro üzerinden sabit bir fiyatla tedarik etme taahhütü vermiştir. AZOT, girmiş olduğu bu taahhüt nedeniyle fiyatlarda meydana gelebilecek olası değişimlere karşı girdi fiyatlarını sabitlemek istemektedir. Bu amaçla bir mal swapı aracısıyla swap işlemi gerçekleştirmiştir. Bu işleme göre, AZOT aracıya her üç ayda bir yapacağı petrol alımları için varil başına 50 \$'lık sabit bir ödeme yapacak, aracı da her üç ayda bir petrolün spot fiyatını ödeyecektir. Bu durumda her üç ayda bir AZOT sabit bir fiyatla petrolü tedarik ederken, petrolün oluşan spot fiyatına bağlı olarak aracı da kâr ya da zarar edecektir. Örneğin, birinci üç ayın sonunda petrolün spot fiyatı 60 \$ olursa,

AZOT petrolün varili başına 50 \$ öderken, aracı spot fiyat olan 60 \$'ı ödemek durumunda olacaktır(<http://www.tspakb.org.tr/01.01.2008>).

2.1.5.6.4 Swap Opsiyonları (Swaption)

Swaption işlemini swap üzerine yapılan bir opsiyon işlemi olarak tanımlayabiliriz. Bu tür işlemler, taraflardan birine belirlenen özelliklerde gelecekteki bir tarihte, opsiyon sözleşmesini elinde bulundurana swap anlaşmasına girme, var olan bir swap sözleşmesinin sona erdirmeye ve ya vadesini uzatma hakkı veren işlemlerdir. Bu tür işlemler hem opsiyon işlemlerinin özelliklerini hem de swap işlemlerinin özelliklerini taşır. Bu işlemlerin özellikleri kısaca şunlardır(<http://www.acikarsiv.ankara.edu.tr,09.01.2008>):

- Swaption işlemleri, gelecekte belirli bir günde ve ya herhangi bir günde gerçekleştirilebilir.
- Bütün opsiyon işlemleri gibi, opsiyon alıcısı sözleşmeyi imzaladığı zaman opsiyon primi öder.
- Swaption işlemleri ağırlıklı olarak faiz swaplarında görülmekle birlikte, tüm swap işlemleri için uygulanmaktadır
- Swaption işlemi başlı başına bir işlem olabileceği gibi, bir swap sözleşmesinin içinde de yer alabilir.

2.2 Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOBAŞ)

Vadeli işlemler piyasaları, ilk olarak reel piyasaların bir hedge (korunma) aracı olarak ortaya çıkmıştır. Tabiki vadeli işlemlerdeki kaldıraç etkisi nedeniyle bu piyasa kısa zamanda spekülörlerin ilgisini çekmiştir. Bu durumun aslında Vadeli İşlemler Borsası için çok olumlu olduğunu söyleyebiliriz. Çünkü spekülörler her piyasada likiditeyi artırır ve kolaylaştırır. Bu da vadeli piyasalarda korunma amaçlı işlem yapan reel sektörümüze ciddi anlamda olumlu katkı yapmaktadır. Yani istenildiği kadar reel piyasalara pozisyon açma imkanı sağlamıştır(<http://www.egelisim.org,01.03.2008>).

Sermaye piyasaları, gelişmiş ülkelerde spot piyasaların yanında vazgeçilmez bir unsur olarak görülen vadeli işlem piyasalarının eksikliği ülkemizde uzun yıllardan beri hissedilmiştir. Bu eksikliğin giderilmesini teminen, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. , Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17/8/2001 tarihli ve 9/1101 sayılı Kararına dayanan, Devlet Bakanlığı'nın 3/9/2001 tarihli ve 2381 sayılı yazısı üzerine, 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 40'ıncı maddesine göre, 19/10/2001 tarih, 24558 Sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulan ülkemizdeki ilk özel borsa kurulmuştur. Borsamız, 4.7.2002 tarihinde Ticaret Sicili'ne tescil edilmiş olup, bu tescil 09/07/2002 tarihli Ticaret Sicili Gazetesinde yayımlanmıştır.

Bir milyon üyesi, 350'nin üzerinde oda ve borsanın bağlı olduğu yapısıyla iş dünyasının en büyük temsilcisi Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın kuruluşuna öncülük etmiş olan yüzyılı aşan bilgi ve tecrübesi ile İzmir Ticaret Borsası, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, finans kurumları arasında seçkin yere sahip bulunan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Koçbank A.Ş. , Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Garanti Bankası T.A.Ş., Akbank T.A.Ş., Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası A.Ş., takas işlemlerinde uzmanlaşmış olan İMKB Takasbank A.Ş ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği ortaklar arasında yer almaktadır(<http://www.vob.org.tr>,01.04.2008).

Bu borsa, 4 Temmuz 2002 tarihinde kurulmuş ve 4 Şubat 2005 tarihinde faaliyete geçmiştir. Türkiye'nin önde gelen kurumlarının 11'i VOBAŞ hissedarlarını oluşturmaktadır. Şirketin ödenmiş sermayesi 9 Milyon YTL' dir.

Vadeli işlem ve opsiyon borsaları liberal ekonomik sistemlerin vazgeçilmez kurumlardan biridir. 2004 yılı rakamlarına göre, dünya genelinde vadeli işlem borsalarının işlem hacmi 1,2 katrilyon doların üzerinde olup, işlem gören sözleşme adedi 7 milyar civarındadır.

Hissedarlara ve pay oranlarına Tablo 2.5' de yer verilmiştir:

Tablo:2.5 VOBAŞ Hissedarları ve Pay Oranları

HİSSEDARIN ADI	PAYI
Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB)	% 25
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)	% 18
İzmir Ticaret Borsası (İTB)	% 17
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	% 6
Akbank T.A.Ş	% 6
Vakıf Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.	% 6
Garanti Bankası T.A.Ş	% 6
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş	% 6
Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşlar Birliği	% 6
İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.	% 3
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	% 1

Kaynak:<http://www.vob.org.tr>,20.12.2006

2.2.1 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.' de İşlem Esasları

Borsada sözleşmelere ilişkin alım, satım ve diğer işlemler VOBİS adı verilen bilgisayarlı işlem sistemi üzerinde gerçekleşir ve burada gerçekleşen tüm işlemler, işlemleri gerçekleştiren üyeleri ve üyeler vasıtasıyla borsaya emir ileten üye müşterilerini bağlar. VOBİS' in temel özellikleri şunlardır(*Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.. Genelgeler-I, Şubat 2007:3*):

- VOBİS' e borsa tarafından belirlenen yöntemlerle uzaktan erişim yoluyla ya da VOB işlem salonu kullanılarak emir iletilebilir. VOBİS' te ve ya VOBİS' e erişimde arızaların oluşması durumunda Borsa emirlerin telefonla iletmesini

şart koşabilir. Bu durumda, emirler sisteme borsa personeli tarafından girilir. Üyeler uzaktan erişim yöntemiyle emir girerken VOBKE' yi kullanır.

- İşlemler, iletilen emirlerin fiyat önceliği ve zaman önceliği esaslarına dayanan bir algoritmayla elektronik ortamda eşleştirilmesi sonucunda gerçekleştirilir.
- Emirler hesap bazında girilir. Hesapların açılması, açılan hesaplar için işleme başlama zamanına dair hususlar “Takas ve Temerrüt Esasları” Genelgesinde düzenlenir. Emirlerin hesap bazında girilmesi, üyelerin müşterilerinin işlemlerinden ve açık pozisyonlarından sorumlu olması esasını değiştirmez. Borsa VOBKE aracılığıyla teminatlar ve pozisyonların üye bazında ve / veya hesap bazında da takip edilmesine imkan tanır. Borsa, piyasada gerçekleşen işlemlere ilişkin gerek gördüğü bilgileri VOBKE aracılığıyla üyelerine duyurabilir. VOBKE’ de yer alacak bilgiler borsa tarafından önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Borsa Yönetmeliği’ nin 139. maddesi çerçevesinde yapılacak bilgilendirmeler saklıdır.
- VOBİS, işlem anında yeterli teminatın varlığını TVİS ile çevrim-içi olarak bağlanmak suretiyle kontrol eder. Bu kontrol, emirlerin girişi esnasında yapılmaz. Pozisyon için gerekli teminatın olmaması durumunda emir sisteme girilebilir ancak, işlemin gerçekleşmesine müsaade edilmez. Emirlerin eşleşmesi esnasında yeterli teminatı olmayan emir iptal edilir.
- Üyeler sadece yetkili oldukları piyasalarda emir girebilirler ve işlem gerçekleştirebilirler.
- Emirler, işlemler, teminatlar ve pozisyonlar gün içinde VOBKE aracılığıyla izlenebilir. Ayrıca gün sonunda üyelere elektronik ortamda “işlem defterleri” ve “Borsa Bülteni” gönderilebilir.

- VOBİS, borsada işlem gören sözleşmelere ilişkin VOBKE’ de yer alan bilgilerin bir kısmının borsanın belirleyeceği veri yayıncılarına ve ya diğer medyaya çevrim - içi veya gecikmeli olarak verilmesine olanak tanır.

2.2.2. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.’ de Üyelik Esasları

1. Takas üyesi borsa üyeleri
 - Genel takas üyesi (diğer üyelere takas garantisi verebilir)
 - Doğrudan takas üyesi
2. Takas üyesi olmayan borsa üyeleri

Amaç; tüm üyelerin aynı zamanda takas üyesi olmasıdır.

- VOB’ da üyeliğe kabul, 2 adet potansiyel üye kategorisi arasından yapılmaktadır;
 1. TSPAKB üyesi aracı kurumlar
 2. TSPAKB üyesi bankalar

Genel olarak Sermaye Piyasası Kurulunun ilgili tebliğlerinde öngörülen defter ve belgelerin tutulması ve düzenlenmesi gerekmektedir.

Üyelerin temsili;

- Alım satım işlemleri “üye temsilcisi” ve “üye temsilci yardımcısı” vasıtasıyla yapılır.
- Üye temsilciliği şartları: VOBAŞ’ ın vereceği eğitimi almış olmaktır(VOBAŞ, Üyelik ve İşlem Esasları, Mayıs 2004).

2.2.3 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş' de Teminat Esasları

Vadeli işlem piyasalarında işlem yapmak isteyen tüm alıcı ve satıcılar sözleşme hükümlerinin tam ve zamanında yerine getirilmesini garantilemek amacıyla, aracı kurumlardaki hesaplarına belli oranda bir teminat yatırmak zorundadırlar. Vadeli işlemler piyasasının temelini, teminat sisteminin etkin işleyişi oluşturmaktadır. VİP' nda işlem yapmak üzere yatırılan teminat, basit bir depozito olmasının ötesinde, yatırımcı olarak piyasada karşı karşıya kalınan zararların ve ya elde edilen kârların yansıtılacağı, günlük uzlaşmanın gerçekleşeceği, böylelikle tüm yatırımcıların karşı taraf kredi riskini merkezi bir Takas Kurumu'na devredebileceği bir işlem karşılığı niteliğindedir(*Mosele,2006:41*).

Borsada pozisyon almak için gerekli olan teminat tutarına **başlangıç teminatı** denir. Her bir sözleşme ya da sözleşme tipi için gerekli olan başlangıç teminatı ilgili sözleşmelerde belirtilir. Aynı dayanak varlık üzerine düzenlenen, başta sözleşme büyüklüğü olmak üzere tüm asli unsurları aynı olan farklı vadelerdeki sözleşmelerin birinde uzun pozisyon, diğerinde ise kısa pozisyon alınması durumunda **yayılma pozisyonu** (spread position) oluşturulmuş olur. Yayılma pozisyonları için düz pozisyonlara göre daha düşük bir teminat belirlenebilir. Borsada oluşan zararlar ya da nakit dışı teminatların değerlerinin düşmesi sonucunda başlangıç teminatının inebileceği en düşük seviyeye **sürdürme teminatı** denir. İşlem teminatı tutarının sürdürme teminatı seviyesi ve ya bu seviyenin altına inmesi durumunda, Takasbank tarafından teminat tamamlama çağrısı yapılır. Sürdürme teminatı seviyesi ilgili sözleşmelerde belirtilir.

İşlem teminatı olarak kabul edilebilecek kıymetler, nakit ve nakit dışı varlıklar olarak ikiye ayrılmaktadır. Tablo 2.6'da işlem teminatı olarak kabul edilecek nakit ve nakit dışı teminatların çeşitleri gösterilmektedir:

Tablo 2.6 VOB’ da İşlem Teminatı Olarak Kabul Edilebilecek Kıymetler

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

Kaynak: <http://www.finanskulup.org.tr>,28.11.2007)

2.2.4 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş’ de Takas ve Temerrüt Esasları

2.2.4.1 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş’ de Takas Esasları

- Takasbank VOB ile imzalanan sözleşme ve SPK’ nın onayıyla Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Takas Merkezi olarak belirlenmiştir.
- Vadeli İşlemler Piyasası’nda Takas Merkezi alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı rolünü üstlenmiştir. (*Yönetmelik 74. md.*)
- Takas Merkezi, vadeli işlemler piyasalarının mali yeterliliği ve güvenilirliğini, takas üyelerinin katkılarıyla oluşturulan “Garanti Fonu” ile açık pozisyonlara ilişkin başlangıç teminatı adı altında temin ettiği nakit ve / veya benzeri kıymetler vasıtasıyla sağlar. (*Yönetmelik 78. md.*)

Bu konunun anlaşılabilmesi için öncelikle temel 2 kavram olan, teminat tamamlama çağrısı ve garanti fonunu açıklamak gerekmektedir.

Teminat Tamamlama Çağrısı, gerçekleştirdikleri işlemler neticesinde, teminat açığı oluşan hesaplar için Takasbank tarafından ilgili üyelere "teminat tamamlama çağrısı" yapılır. Üyelerin teminat tamamlama çağrısı nedeniyle oluşan yükümlülüklerini en geç saat 16:30' a kadar yerine getirmesi zorunludur. Teminat tamamlama yükümlülüğünü zamanında yerine getirmeyenler herhangi bir ihbara gerek kalmaksızın temerrüde düşmüş sayılır.

Teminat tamamlama yükümlülüğünün saat 16.30'dan EFT Kapanış Saatine kadar olan süre zarfında yerine getirilmesi durumunda, birinci temerrüde düşülmüş olur. Bu durumda üyeye, İMKB Repo-Ters Repo Pazarında veya TCMB Bankalar arası Para Piyasası' nda oluşan bir gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranlarından en yüksek olanının bir katı nispetinde temerrüt faizi uygulanır.

Garanti Fonu ise; borsa yönetmeliği hükümleri çerçevesinde Borsa tarafından, temerrüt durumunda takas yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde işlem teminatlarının yanı sıra kullanılmak amacıyla Borsamızın 2005/7 no.lu genelgesinde belirlenen esaslara göre işleyecek bir Garanti Fonu oluşturulmuştur. Garanti Fonu uygulama esasları Takasbank tarafından belirlenir. Tüm takas üyelerinin Garanti Fonuna katkıda bulunmaları zorunludur.

Garanti Fonu katkı payları asgari ve değişken olmak üzere ikiye ayrılır:

Asgari Katkı Payı: Bir üyenin Garanti Fonundaki katkı payı, asgari katkı payı tutarından az olamaz. Takas üyelerinin Garanti Fonunda bulundurması zorunlu asgari katkı payları 200.000 YTL olarak belirlenmiştir. Asgari katkı payı tutarı borsa yönetmeliğinde öngörülen şekilde değiştirilebilir.

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

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

VOB takas esasları ise, aşağıdaki gibidir (*VOBAŞ Takas İşlemleri, Mayıs 2004:4*):

- Gerçekleşen işlemlerin takası aynı gün veya ertesi gün seans başlamadan önce tamamlanacaktır.
- Takas işlemleri başlangıçta nakit uzlaşma şeklinde gerçekleştirilecektir.
- Teminat tamamlama yükümlülükleri nakit olarak yerine getirilecektir.
- Teminat yatırma, çekme, değerlendirme, Hesap güncelleştirme ve yükümlülüklerin yerine getirilmesi işlemleri alt hesap bazında gerçekleştirilecektir.
- Temerrüt durumunda, işlem teminatları ve Garanti Fonu kullanılacaktır.

Takas Merkezinin finansal sorumluluğu ise, sözleşmelerin takası sırasında taraflardan her biri için karşı tarafın yerini almasından kaynaklanan tutar kadardır. Takas Merkezi garantisi sadece Takas Merkezinde açılan hesaplar ve bu hesaplarda izlenen sözleşmelerle sınırlıdır. (*Yönetmelik 78. Md.*) Temerrüt durumunda, Takas Merkezine yatırılmış olan işlem teminatı ve Garanti Fonu teminatları kullanılacaktır.

Garanti Fonundan karşılanmayan tutarlar için Takas Merkezinin kendi kaynaklarına başvurulamaz. (*Yönetmelik 79. md.*)

2.2.4.2 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş' de Temerrüt Esasları

- VOB, nakit uzlaşma esasları ile çalışacağından kıymet temerrüdü söz konusu değildir.
- Teminat tamamlama çağrılarının sonucu ilgili hesap sahibinin T+1 gününde saat 14:30' a kadar istenen tutarı nakit olarak yatırması gerekmektedir.

- Bu saate dek yükümlülüğünü yerine getirmeyen üye temerrüde düşmüş sayılır.
- Temerrüt takibi ve yükümlülüklerin tamamlanması üye ve alt hesap bazında gerçekleştirilir.
- Temerrütlerden piyasa ve takas üyesi karşılıklı sorumludur, takas merkezine karşı birinci muhatap takas üyesidir.

Temerrüt halinde kaynakların kullanım sırası ise şöyledir(*VOBAŞ Takas İşlemleri, Mayıs 2004:31*);

- Garanti fonunun nakit kısmından temerrüt tutarı karşılanır. Üyenin Garanti Fonu içindeki nakit payına başvurulur.
- Temerrüt kapatılmadığı takdirde, diğer üyelerin Garanti Fonu içindeki nakit payları oransal olarak kullanılır.
- Temerrüt faizi en geç 3 işgünü içinde, Garanti Fonunun kullanılan kısmı da takas üyesi tarafından 1 işgünü içinde derhal ödenmelidir.
- Temerrüt cezası, süresinde ödenmediği takdirde takas merkezi ilgili üyenin Takas Merkezi nezdindeki serbest nakit hesabından re' sen tahsil edebilir. Temerrüt cezaları, Garanti Fonunda kullanılacak şekilde değerlendirilir.

2.2.5 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş' de Pazarlar

Borsada işlemler üç farklı pazarda gerçekleştirilebilir. Bunlar Ana Pazar, Özel Emirler Pazarı ve Özel Emir İlan Pazarıdır.

2.2.5.1 Ana Pazar

Normal seans ya da fiyat sabitleme seansları sırasında emirlerin eşleştirildiğine göre eşleşirler. Esas pazardır. Sisteme gönderilen emirler normal seansta fiyat ve zaman önceliğine göredir.Eşleşme esnasında uygulanacak öncelik kuralları aşağıdaki gibidir(<http://www.finanskulup.org.tr>,28.12.2007):

Fiyat Önceliği Kuralı: Daha düşük fiyatlı satım emirleri, daha yüksek fiyatlı satım emirlerinden; daha yüksek fiyatlı alım emirleri, daha düşük fiyatlı alım emirlerinden önce karşılanır.

Zaman Önceliği Kuralı: Fiyat eşitliği halinde, zaman açısından daha önce gelen emirler önce karşılanır.

Emirlerin eşleşebilmesi için, her iki emir için de yeterli teminatın bulunması şarttır. Eşleşme anında yeterli teminatı bulunmayan emir iptal edilir ve işlem gerçekleşmez.Farklı emir yöntemleri kullanılarak VOBİS' e farklı emir türlerinde ve sürelerinde emirler gönderilebilir. Sistemde açık emirler ya da kısmi olarak gerçekleşmiş olan emirlerin gerçekleşmeden bekleyen kısımları ilgili temsilciler tarafından değiştirilebilir ve ya iptal edilebilir.

2.2.5.2.Özel Emirler Pazarı

Özel emirler, Ana Pazarda oluşan fiyatları etkileyebilecek büyüklükte olan yüksek miktarlı emirlerdir. Bir defada girilen 5.000 adet sözleşme ve daha yüksek. miktardaki emirler özel emir olarak kabul edilir.

Her iki tarafı da belirli olan özel emirlerin, "Özel Emirler Pazarı"nda işlem görebilmesi için borsanın onayı gerekir.

2.2.5.3.Özel Emir İlan Pazarı

Özel Emir İlan Pazarında ise sadece bir tarafı belirli olan özel emirler girilebilir. Girilen emrin eşleşmesi durumunda, işlem Borsanın onayı alınmak kaydıyla yine "Özel Emirler Pazarında" gerçekleşir.

Özel Emir İlan Pazarında fiyat ve zaman önceliklerinin uygulanması aşağıda belirlenen koşullara tabidir:

Aynı miktartlı birden fazla özel emir ilanının bulunması durumunda fiyat ve zaman önceliği kuralı geçerlidir.

Miktarı farklı olan birden fazla özel emir ilanının olması durumunda, fiyat ve zaman önceliği geçerli değildir ve bu şartlardaki özel emir ilanlarının miktar öncelikli olarak karşılanması esastır.

Özel Emirler ve Özel Emir İlan Pazarlarında emirlerin kısmen karşılanması mümkün değildir. Özel emirlerde otomatik eşleşme uygulanmaz. Özel emirlerden dolayı işlem gerçekleşmesi için borsanın onay vermesi zorunludur. Borsanın onaylamadığı durumlarda, işlem gerçekleşmez ve ilgili özel emirler iptal edilir.

2.2.6 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş' de İşlem Gören Sözleşmeler

Başlangıçta 7 sözleşmeyle işlemlerine başlayan VOBAŞ, en son altının da katılmasıyla 10 sözleşme ile işlemlerini sürdürmektedir. İşlem gören sözleşmeler; döviz vadeli işlem sözleşmelerinde; dolar ve euro, faiz vadeli işlem sözleşmelerinde; DİBS 91, DİBS 365 ve G-DİBS (gösterge devlet iç borçlanma senedi), endeks vadeli işlem sözleşmelerinde; IMKB- 30 ve IMKB- 100 endeksleri, emtia vadeli işlem sözleşmelerinde ise; pamuk, buğday ve altın işlem görmektedir

Şimdi bu sözleşmeleri ayrıntılarıyla görelim:

2.2.6.1 Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri

VOBAŞ' da işlem gören döviz vadeli işlem sözleşmeleri iki çeşittir. Bunlar YTL / Dolar ve YTL / Euro sözleşmeleridir. Borsada işlem gören döviz sözleşmeleri için uygulanan pozisyon limitleri toplam açık sözleşme sayılarının mutlak adedi ve yüzdesel değeri olmak kaydıyla iki şekilde takip edilir. Yüzdesel limitlerin kontrol edilmesine ancak mutlak limitler aşıldıktan sonra başlanır. Mutlak limit hesap bazında ilgili sözleşmede her bir vade ayı için 20.000 adet açık pozisyon olarak belirlenmiştir. Bunun anlamı yüzdesel kontrol yapılmadan hesap bazında alınabilecek sözleşme sayısının 20.000 adet olduğudur. Bu miktarın aşılması halinde sistem tarafından yüzdesel pozisyon limiti kontrolü yapılır. Yüzdesel pozisyon limitleri ise, ilgili sözleşmedeki toplam açık pozisyonun %10'u kadardır(Tekçe,2006:88).

2.2.6.1.1 YTL / USD Vadeli İşlem Sözleşmesi

- **Dayanak Varlık:** YTL / USD Döviz kuru
- **Sözleşmenin Büyüklüğü:** 1000 USD
- **Sözleşmesi Vadesi:** YTL / USD vadeli işlem sözleşmelerinin vadesi her vade ayının son işgünüdür.
- **Vade Ayları:** YTL / USD vadeli işlem sözleşmesinin vade ayları, aynı anda Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim, Aralık aylarından en yakın 3 tanesidir. En yakın 3 vadeden biri Aralık vade değilse Aralık vade ayrıca işleme açılır.

- **Uzlaşma şekli:** Uzlaşma, sözleşmenin vade sonunda nakdi uzlaşma yöntemi ile yapılır.
- **Asgari Teminat Oranları ve Tutarları:** 150 YTL
- **Günlük Fiyat Hareket Sınırları:** Baz Fiyatın % \pm 10'u dur.
- **Minimum Fiyat Adımı:** 0,0005
- **Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** Hesapların güncelleştirilmesinde borsa günü seans sonundaki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalamaları kullanılır. Eğer seansın son 10 dakikası içerisinde 10' dan az işlem yapıldıysa, geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyat ortalamaları alınır. Gün içinde 10' dan daha az işlemin gerçekleştirilmesi durumunda, tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalaması hesapların güncelleştirilmesinde kullanılır. Gün içinde hiç işlem olmadıysa, bir önceki günün uzlaşma fiyatı güncelliğini korur.
- **Vade Sonu Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** Son işlem günü uzlaşma fiyatı son işlem gününde, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından ilan edilen ABD doları satış kurudur.

2.2.6.1.2 YTL / Euro Vadeli İşlem Sözleşmesi

- **Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** Hesapların güncelleştirilmesinde borsa günü seans sonundaki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalamaları kullanılır. Eğer seansın son 10 dakikası içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyat ortalamaları alınır. Gün içinde 10'dan daha az işlemin gerçekleştirilmesi durumunda, tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalaması hesapların güncelleştirilmesinde kullanılır. Gün

içinde hiç işlem olmadıysa, bir önceki günün uzlaşma fiyatı güncelliğini korur.

- **Vade Sonu Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** Son işlem günü uzlaşma fiyatı son işlem gününde Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından ilan edilen Euro satış kurudur.

2.2.6.2 Faiz Vadeli İşlem Sözleşmeleri

2.2.6.2.1 DİBS 91 Sözleşmesi

- **Dayanak Varlık:** Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen 91 günlük Hazine Bonoları.
- **Sözleşmenin Büyüklüğü:** Nominal olarak 10,000 YTL'ye karşılık gelen hazine bonusu.
- **Sözleşmenin Vadesi:** Her ay içerisinde eğer daha evvelden açıklanmış 91 günlük bir bono ihalesi mevcut ise ihracın yapıldığı günden sonraki iş günü nakdi uzlaşmanın yapılacağı gün olarak kabul edilir. Eğer o ay içerisinde daha evvelden bir ihraç tarihi açıklanmamışsa ve ya ihraç beklenmiyorsa o ayın üçüncü Salı gününde nakdi uzlaşma yapılır. Eğer o gün resmi tatil ise bir sonraki iş günü sözleşmenin vadesi olarak kabul edilir.
- **Vade Ayları:** 91 Günlük Faiz vadeli işlem sözleşmesinin vade ayları, aynı anda Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim, Aralık aylarından en yakın 3 tanesidir.
- **Uzlaşma Şekli:** Uzlaşma, sözleşmenin vade sonunda nakdi uzlaşma yöntemi ile yapılır.

- **Asgari Teminat Oranları ve Tutarları:** 300 YTL
- **Günlük Fiyat Hareket Sınırları:** Baz Fiyatın % \pm 2'sidir.
- **Minimum Fiyat Adımı:** 0,001
- **Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** Hesapların güncelleştirilmesinde borsa günü seans sonundaki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalamaları kullanılır. Eğer seansın son 10 dakikası içerisinde 10' dan az işlem yapıldıysa, geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyat ortalamaları alınır. Gün içinde 10'dan daha az işlemin gerçekleştirilmesi durumunda, tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalaması hesapların güncelleştirilmesinde kullanılır. Gün içinde hiç işlem olmadıysa, bir önceki günün uzlaşma fiyatı güncelliğini korur.
- **Vade Sonu Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** 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, 91günlük Hazine Bonosu değeridir.
- **Son İşlem Günü:** Son işlem günü, sözleşmenin alım satımının yapılabileceği son günü gösterir. 91 günlük hazine bonosuna dayalı vadeli işlem sözleşmesinin son işlem günü Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılan 91 günlük hazine bonosunun ihraç edileceği haftaya düşen Pazartesi günüdür. Bu günlerde işlemler saat 12:00' da durdurulur. Eğer o ay içerisinde bir ihraç yoksa sözleşmenin son işlem günü vade ayının üçüncü Pazartesi'sidir. Eğer son işlem günü resmi tatile denk

geliyorsa, bir sonraki iş günü sözleşmenin son işlem günü olarak kabul edilir.

2.2.6.2.2 DİBS 365 Sözleşmesi

- **Dayanak Varlık:** Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen 365 günlük Hazine Bonoları.
- **Sözleşmenin Büyüklüğü:** Nominal olarak 10,000 YTL' ye karşılık gelen hazine bonusu.
- **Sözleşmenin Vadesi:** Vade ayının üçüncü Salı'sı nakdi uzlaşma yapılıır. Eğer o gün resmi tatil ise bir sonraki iş günü sözleşmenin vadesi olarak kabul edilir.
- **Vade Ayları:** 365 Günlük Faiz vadeli işlem sözleşmesinin vade ayları, aynı anda Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim, Aralık aylarından en yakın 3 tanesidir.
- **Uzlaşma Şekli:** Uzlaşma, sözleşmenin vade sonunda nakdi uzlaşma yöntemi ile yapılıır.
- **Asgari Teminat Oranları ve Tutarları:** 500 YTL
- **Günlük Fiyat Hareket Sınırları:** Baz Fiyatın % \pm 5'sidir.
- **Minimum Fiyat Adımı:** 0,005
- **Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** Hesapların güncelleştirilmesinde borsa günü seans sonundaki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalamaları kullanılır. Eğer seansın son 10 dakikası içerisinde 10' dan az işlem yapıldıysa geriye dönük olarak

bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyat ortalamaları alınır. Gün içinde 10'dan daha az işlemin gerçekleştirilmesi durumunda, tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalaması hesapların güncelleştirilmesinde kullanılır. Gün içinde hiç işlem olmadıysa, bir önceki günün uzlaşma fiyatı güncelliğini korur.

- **Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** 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.
- **Son İşlem Günü:** Son işlem günü, sözleşmenin alım satımının yapılabileceği son günü gösterir. 365 günlük Hazine Bonosuna dayalı vadeli işlem sözleşmesinin son işlem günü vade ayının üçüncü Pazartesi'sidir. Eğer son işlem günü resmi tatile denk geliyorsa, bir sonraki iş günü sözleşmenin son işlem günü olarak kabul edilir.

2.2.6.2.3 Gösterge - DİBS Sözleşmesi

- **Dayanak Varlık:** Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen Gösterge DİBS.
- **Sözleşmenin Büyüklüğü:** Nominal olarak 10,000 YTL' ye karşılık gelen hazine bonusu.
- **Sözleşmenin Vadesi:** Vade ayının son iş günü nakdi uzlaşma yapılır.
- **Vade Ayları:** Gösterge Faiz vadeli işlem sözleşmesinin vade ayları, Hazine'nin uzun vadeli DİBS ihracını gerçekleştirdiği Ocak, Nisan, Temmuz ve Ekim aylarını takip eden ay ve bu ayı takip eden ikinci ve dördüncü ay olmak üzere toplam üç vade ayı işleme açılır.

- **Uzlaşma Şekli:** Uzlaşma, sözleşmenin vade sonunda nakdi uzlaşma yöntemiyle yapılır.
- **Asgari Teminat Oranları ve Tutarları:** 300 YTL
- **Günlük Fiyat Hareket Sınırları:** Baz Fiyatın % \pm 2'sidir.
- **Minimum Fiyat Adımı:** 0,01 (Minimum Fiyat Adımı Değeri = 1 YTL)
- **Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** Hesapların güncelleştirilmesinde borsa günü seans sonundaki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalamaları kullanılır. Eğer seansın son 10 dakikası içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyat ortalamaları alınır. Gün içinde 10'dan daha az işlemin gerçekleştirilmesi durumunda, tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalaması hesapların güncelleştirilmesinde kullanılır. Gün içinde hiç işlem olmadıysa, bir önceki günün uzlaşma fiyatı güncelliğini korur.
- **Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** Son uzlaşma fiyatı İMKB' de işlem gören gösterge kıymetin o gün valörlü İMKB tarafından açıklanan ağırlıklı ortalama fiyatıdır.
- **Son İşlem Günü:** Son işlem günü, sözleşmenin alım satımının yapılabileceği son günü gösterir. Gösterge kıymetine dayalı vadeli işlem sözleşmesinin son işlem günü vade ayının son iş günüdür.

2.2.6.3 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri

2.2.6.3.1 İMKB-30 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmesi

- **Dayanak Varlık:** İMKB- 30 Endeksi

- **Sözleşmenin Büyüklüğü:** İMKB- 30 endeksinin 0,10 ile çarpılması sonucu bulunan değerdir.
- **Sözleşmesi Vadesi:** Endeks vadeli işlem sözleşmelerinin vadesi her vade ayının son iş günüdür.
- **Vade Ayları:** Endeks vadeli işlem sözleşmesinin vade ayları, aynı anda Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim, Aralık aylarından en yakın 3 tanesidir.
- **Uzlaşma Şekli:** Uzlaşma, sözleşmenin vade sonunda nakdi uzlaşma yöntemi ile yapılır.
- **Asgari Teminat Oranları ve Tutarları:** 500 YTL
- **Günlük Fiyat Hareket Sınırları:** Baz Fiyatın $\%+/-10$ 'udur.
- **Minimum Fiyat Adımı:** 25 Endeks Puanı
- **Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** Hesapların güncelleştirilmesinde borsa günü seans sonundaki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalamaları kullanılır. Eğer seansın son 10 dakikası içerisinde 10' dan az işlem yapıldıysa, geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyat ortalamaları alınır. Gün içinde 10'dan daha az işlemin gerçekleştirilmesi durumunda, tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalaması hesapların güncelleştirilmesinde kullanılır. Gün içinde hiç işlem olmadıysa, bir önceki günün uzlaşma fiyatı güncelliğini korur.
- **Vade Sonu Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** 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.

- **Son İşlem Günü:** Son işlem günü, sözleşmenin alım satımının yapılabileceği son günü gösterir. İMKB-30 endeks vadeli işlem sözleşmesinin son işlem günü, her vade ayının son işgünüdür.

2.2.6.3.2 İMKB- 100 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmesi

- **Dayanak Varlık:** İMKB-100 Endeksi
- **Sözleşmenin Büyüklüğü:** İMKB- 100 endeksinin 0,10 ile çarpılması sonucu bulunan değerdir.
- **Sözleşmesi Vadesi:** Endeks vadeli işlem sözleşmelerinin vadesi her vade ayının son iş günüdür.
- **Vade Ayları:** Endeks vadeli işlem sözleşmesinin vade ayları, aynı anda Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim, Aralık aylarından en yakın 3 tanesidir.
- **Uzlaşma Şekli:** Uzlaşma, sözleşmenin vade sonunda nakdi uzlaşma yöntemi ile yapılır.
- **Asgari Teminat Oranları ve Tutarları:** 400 YTL
- **Günlük Fiyat Hareket Sınırları:** Baz Fiyatın % \pm 10'udur.
- **Minimum Fiyat Adımı:** 25 Endeks Puanı

- **Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** Hesapların güncelleştirilmesinde borsa günü seans sonundaki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalamaları kullanılır. Eğer seansın son 10 dakikası içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyat ortalamaları alınır. Gün içinde 10'dan daha az işlemin gerçekleştirilmesi durumunda, tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalaması hesapların güncelleştirilmesinde kullanılır. Gün içinde hiç işlem olmadıysa, bir önceki günün uzlaşma fiyatı güncelliğini korur.
- **Vade Sonu Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** 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.
- **Son İşlem Günü:** Son işlem günü, sözleşmenin alım- satımının yapılabileceği son günü gösterir. İMKB - 100 endeks vadeli işlem sözleşmesinin son işlem günü, her vade ayının son iş günüdür.

2.2.6.4 Emtia Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Emtia vadeli işlem sözleşmeleri olarak işlem görenler: pamuk, buğday ve altın sözleşmeleridir.

2.2.6.4.1 Pamuk Vadeli İşlem Sözleşmesi

- **Dayanak Varlık:** Ege Standart 1. Sıra baz kalite pamuk
- **Sözleşmenin Büyüklüğü:** 1000 kg

- **Sözleşmesi Vadesi:** Pamuk vadeli işlem sözleşmelerinin vadesi her vade ayının son iş günüdür.
- **Vade Ayları:** Pamuk vadeli işlem sözleşmesinin vade ayları, Mart, Mayıs, Temmuz, Ekim ve Aralık ayı olmak üzere 5 değişik vadededir.
- **Uzlaşma Şekli:** Uzlaşma, sözleşmenin vade sonunda nakdi uzlaşma yöntemi ile yapılır.
- **Asgari Teminat Oranları ve Tutarları:** 240 YTL
- **Günlük Fiyat Hareket Sınırları:** Baz Fiyatın % \pm 10'u dur.
- **Minimum Fiyat Adımı:** 0,005
- **Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** Hesapların güncelleştirilmesinde borsa günü seans sonundaki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalamaları kullanılır. Eğer seansın son 10 dakikası içerisinde 10' dan az işlem yapıldıysa, geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyat ortalamaları alınır. Gün içinde 10' dan daha az işlemin gerçekleştirilmesi durumunda, tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalaması hesapların güncelleştirilmesinde kullanılır. Gün içinde hiç işlem olmadıysa, bir önceki günün uzlaşma fiyatı güncelliğini korur.
- **Vade Sonu Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** 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.

2.2.6.4.2 Buğday Vadeli İşlem Sözleşmesi

- **Dayanak Varlık:** Anadolu kırmızı sert baz kalite buğday.
- **Sözleşmenin Büyüklüğü:** 5000 kg.
- **Sözleşmesi Vadesi:** Buğday vadeli işlem sözleşmelerinin vadesi her vade ayının son iş günüdür.

- **Vade Ayları:** Buğday vadeli işlem sözleşmesinin vade ayları, Mart, Mayıs, Temmuz, Eylül ve Aralık ayı olmak üzere 5 değişik vadededir.
- **Uzlaşma Şekli:** Uzlaşma, sözleşmenin vade sonunda nakdi uzlaşma yöntemi ile yapılır.
- **Asgari Teminat Oranları ve Tutarları:** 240 YTL
- **Günlük Fiyat Hareket Sınırları:** Baz Fiyatın % \pm 10'udur.
- **Minimum Fiyat Adımı:** 0,0005
- **Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** Hesapların güncelleştirilmesinde borsa günü seans sonundaki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalamaları kullanılır. Eğer seansın son 10 dakikası içerisinde 10'dan az işlem yapıldıysa, geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyat ortalamaları alınır. Gün içinde 10'dan daha az işlemin gerçekleştirilmesi durumunda, tüm işlemlerin ağırlıklı fiyat ortalaması hesapların güncelleştirilmesinde kullanılır. Gün içinde hiç işlem olmadıysa, bir önceki günün uzlaşma fiyatı güncelliğini korur.
- **Vade Sonu Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** Uzun ve karmaşık bir hesaplama yöntemi vardır.

2.2.6.4.3 Altın Vadeli İşlem Sözleşmesi

- **Dayanak Varlık:** 995 / 1000 saflıkta rafine edilmiş külçe altın.
- **Sözleşmenin Büyüklüğü:** 100 gram.

- **Sözleşmesi Vadesi:** Son işlem gününü izleyen ilk iş günüdür.
- **Vade Ayları:** Aynı anda Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık aylarından en yakın üç tanesidir.
- **Uzlaşma Şekli:** Uzlaşma, sözleşmenin vade sonunda nakdi uzlaşma yöntemi ile yapılır.
- **Asgari Teminat Oranları ve Tutarları:** 250 YTL
- **Günlük Fiyat Hareket Sınırları:** Baz Fiyatın $\%+10$ ' u dur.
- **Minimum Fiyat Adımı:** 0,005
- **Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** Seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre ağırlıklı fiyatlarının ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenir. Eğer seansın son 10 dakikası içerisinde $10'$ dan az işlem yapıldıysa, geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyat ortalamaları alınır.
- **Vade Sonu Uzlaşma Fiyatının Belirlenme Şekli:** Son işlem gününde Londra' da öğleden sonra yapılan altın sabitleme seansında oluşan altının Dolar / ons fiyatının Merkez Bankası' nın saat 15:30' da açıklayacağı ABD Doları satış kuru kullanılarak YTL / gram'a çevrilmesi ile bulunan değer, vade sonu uzlaşma fiyatı olarak kullanılır. Son işlem gününde resmi tatil veya başka bir nedenle fiyat açıklanmaması halinde, uluslararası spot piyasalarda Türkiye saati ile saat 17:00'de oluşan Dolar / ons altın alış ve satış fiyatının ortalaması baz alınır. Ons ağırlık birimi 31,1035'e bölünerek grama çevrilir(<http://www.isyatirim.com.tr>,04.03.2008).

BÖLÜM 3

SERMAYE PİYASASI'NDA FAALİYET GÖSTEREN ARACI KURUMLAR ve BU SEKTÖRDE YAYGIN OLARAK KULLANILAN FİNANSAL RASYOLAR

3.1 Aracı Kurum ve Aracı Kuruluş Farkı

Aracı kurum ve aracı kuruluş kavramlarını birbirinden ayıran en önemli ayırım kapsamlarıdır. Aracı kurum denildiğinde sadece faaliyet konusu sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan, banka kökenli ve banka kökenli olmayan aracı kurumlar olarak anlaşılırken, aracı kuruluş denildiğinde ise, sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan bankaları kapsayan bir kavram olarak anlaşılır. Sermaye Piyasası Kanunu aracı kuruluşları, aracı kurum ve bankalar olarak tanımlamıştır. Bu yüzden ve çalışmamızın konusu gereği bu bölümde “aracı kurum” kavramı kullanılacaktır.

3.2 Sermaye Piyasası Kuruluşları

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre faaliyette bulunabilecek “Sermaye Piyasası Kurum ve Kuruluşları” şunlardır(<http://www.spk.gov.tr>,20.01.2008);

1. Aracı Kurumlar
2. Yatırım Ortaklıkları
3. Yatırım Fonları
4. Sermaye piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlardır.

Çalışmanın konusu dahilinde, yukarıda belirtilen kurum ve kuruluşlardan sadece aracı kurumlar incelenecektir.

3.3 Sermaye Piyasası' nda Aracılık ve Aracı Kurumlar

Sermaye Piyasası'nda aracılık konusu ve aracı kurumlar aşağıda ele alınmaktadır (*Aşkın,2006:31*).

3.3.1 Aracılık

Aracılık, bir işin çözümünde tarafları bir araya getirmek anlamına gelmektedir. Aracı ise bunu yerine getiren, uzlaştıran, anlaşma sağlayan kimseyi ifade etmektedir. SPK' nın 30. maddesinde ise aracılık kavramı, "Sermaye Piyasası araçlarının Kurul'dan yetki almış kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına veya kendi namına başkası hesabına alım satımı" şeklinde tanımlanmıştır.

Tasarrufların doğru ve etkin bir şekilde tasarruf açığı olanlara aktarılamaması kaynakların rasyonel dağılamamasına ve verimli bir şekilde kullanılamamasına neden olmaktadır. Bu bakımdan tasarruf edenler ve yatırım yapanların risk ve karlılık konusundaki tercihlerini bağdaştırmayı ve tasarrufların verimli şekilde dağılımını sağlayacak bir mekanizmaya ihtiyaç duyulmaktadır. Bu mekanizma ise finansal aracılık sistemi olmaktadır.

Finansal aracılık, bu konuda uzmanlaşmış çeşitli özelliklere sahip kurumların oluşturduğu bir sistemdir. Bu sistemin en önemli özelliği, tasarruf üstesi ekonomik birimlerin tasarruflarını toplarken aracı kurumların kendi çıkarmış oldukları bir takım belgeleri tasarruf sahiplerine vermeleri veya satmalarıdır. Öte yandan topladıkları fonları tasarruf açığı olan ekonomik birimlere aktarırlarken bu birimlerin çıkarmış olduğu belgeleri satın alırlar. Söz konusu belgeler sahiplerine ihraç edilen kuruluş üzerinde alacak veya ortaklık hakkı verir. Bu belgelere finansal varlık diyebiliriz. Gerek tasarruf üstesi ekonomik birimlerin gerekse tasarruf açığı ekonomik birimlerin bu sistemden yararı, her iki tarafında kısa sürede kendi risk ve karlılıklarına uygun bir şekilde yatırım-finansman işlemlerinin gerçekleşmesini sağlamasıdır. Böylece, pazar ekonomisi koşullarının geçerli olduğu bir ortamda tasarruflar, en uygun yatırım alanlarına aktarılmış olur(*Ceylan,Korkmaz,2000:1*).

3.3.2 Aracı Kurumlar

Aracı kurumlar, Sermaye Piyasası Kurulundan sermaye piyasasında faaliyette bulunmak için yetki belgesi almış banka ve aracı kurumlardan oluşmaktadır. Aracı kurumlar; sermaye piyasasında aracılık faaliyetinde bulunmak amacıyla kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına veya kendi namına başkası hesabına Kurul kaydına alınmış sermaye piyasası araçlarının alım ve satımını yapan kurumlardır.

Sermaye Piyasası araçlarını satın almak ve bunların getirisinden istifade etmek isteyen tasarruf sahipleri genellikle sermaye piyasasının kurallarını tam olarak bilmemekte, şirketleri ve ait oldukları sektörleri yeterince tanıyamamakta, ekonomik ve finansal olayları, mevzuat değişikliklerini değerlendirip muhtemel gelişmelere göre doğru karar verememektedir. Aynı zamanda küçük tasarruflar hem güçsüz, hem de riske karşı korumasızdır. Tasarruf sahipleri sermaye piyasasındaki bu risklerden kaçmakta ve tasarrufları atıl kalmaktadır. Sonuçta da ülke ekonomisi açısından tasarrufların verimsiz atıl kalmasına ve yatırımların istenilen miktarda yapılmamasına yol açmıştır. Küçük fonların büyük fonlar haline dönüşmesi, riskin tasarruf sahipleri için itici güç olmaması ancak sermaye piyasasının gelişmesine, piyasadaki finansal aracı kurumların nitelik ve nicelik olarak artmasına bağlıdır. Finansal aracı kurumların sayı ve türlerinin artması ve yatırımcı için çok fazla imkanların sunulması, halkı daha fazla birikim yapmaya yönlendirecektir(*Yüksel,Rodoplu,1980:225-226*).

Tasarruf sahipleri gibi sermaye piyasası araçlarını ihraç eden işletmeler de, piyasadaki değişiklikleri izleme ve tedbir almada zorlanır. Örneğin, faiz oranlarındaki değişimler, işletmelerin menkul kıymet yoluyla sağlamayı planladıkları fon akışında değişikliklere yol açmaktadır. Fonlar, getirisi fazla olan yüksek faize gidecek dolayısıyla da arzu edilen miktarda menkul kıymet ihraç edilemeyeceğinden, işletmelerin finansman programları bozulacaktır. Bu gibi daha birçok olumsuzluklar işletmelerin finansal yapılarını etkilemektedir. İşte fon arz eden

tasarruf sahipleri ile fon talep eden işletmelerin karşılaştıkları sorunların bir çoğu aracı kurumların devreye girmesiyle çözüme kavuşmuştur.

Tasarruf sahiplerinin, tasarruflarının doğrudan sermaye ihtiyacı olan yatırımlara aktarılmasının güçlüğü aracı kurumları ortaya çıkarmıştır. Sermaye piyasasının vazgeçilemez bir unsuru olan aracı kurumlar, bugün için sermaye piyasası faaliyetlerinin birçoğunu gerçekleştirmektedir. Sermaye piyasasında fon arz edenlerle fon talep edenler arasındaki bilgi, nakit ve menkul kıymetlerin akımını aracı kurumlar sağlar(*Kocahanoğlu,1993:61*).

Tasarruf sahipleri, geleceği kesin olarak tahmin edemedikleri için güvenlik ve likidite açısından tasarruflarını kısa vadeli vermek, yatırımcılar ise, duran varlıkların finansmanı için uzun vadeli almak isterler. İki kesimi bir araya getirmek, uzlaştırmak çok maliyetlidir ve uzun zaman alır. Aracı kurumlar sayesinde, hem tasarruf sahipleri güven içinde fonlarını değerlendirir, hem de fon talep eden işletmeler uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamış olurlar.

3.3.3. Sermaye Piyasası Kanunu'nda Aracı Finansal Kurumlar

SPK, sermaye piyasası araçlarının alım satımına yardımcı olacak kuruluşları, "Sermaye Piyasası Kurumları" olarak isimlendirmiş ve dört grupta düzenlemiştir. Bu dört grup, çalışmamızın 3.2 numaralı maddesinde yer verilmişti.

3.4 Türk Sermaye Piyasası'nda Aracı Kurumların Tarihsel Gelişimi

Türk sermaye piyasası ve aracı kurumların tarihsel gelişimi aşağıda ele alınmaktadır. Bu süreçle ilgili belli başlı gelişim ve olaylar aşağıda incelenmiştir(*Aşkın,2006:39*):

3.4.1 Osmanlı Devleti Dönemi

Türkiye'de sermaye piyasasının ortaya çıkışı ve gelişimi, batıdaki sermaye piyasalarından farklı dönemlerde ve farklı şartlarda olmuştur. Batıda sanayi devrimi ile piyasalara dönük kütle üretimi artmıştır. Sonuçta da anonim ortaklıkların kurulmasıyla halka açılmalar sağlanmış, toplanan sermayeler ile büyük şirketler meydana getirilmiştir. Böylece sermaye yığılması, firmaların büyümeleri, fon arz ve talepleri önemli boyutlara ulaşmıştır. Sanayi devrimi sonrası kıta Avrupa'sında yaşanan bu süreçle gelişme daha da hızlanarak atıl fonların üretime kayması sağlanmıştır.

Ülkemizde ise sermaye piyasası oluşumunda fon talebi, batıdaki gibi üretim için olmayıp, Osmanlı hazinesinin ihtiyaçlarını karşılamada kendini göstermiştir. Borç veren borç alan ilişkisi sanayi ve üretim için olmayıp genel anlamda savaşların finansmanı için kullanılmıştır. Osmanlı toplumunda sermaye piyasası faaliyetlerini geliştirecek yeterli sayıda şirket bulunmamaktaydı. Şirket sayısının sınırlı olmasının yanı sıra olan şirketlerin tamamı yabancı sermayeli şirketlerdi.

Türkiye'de sermaye piyasasının Osmanlı Devleti Dönemi'nde ki gelişiminin tarihi seyrini Tablo3.1' de kısaca görebiliriz:

Tablo 3.1. Sermaye Piyasasının Osmanlı Dönemi Gelişimi Tarih Çizelgesi

Tarih	Gerçekleşen Olaylar
1844	Hazine bonosu piyasaya sürüldü.
1847	İstanbul Bankası ve sonrasında Osmanlı Bankası kuruldu.
1854	Kırım savaşı sonrasında ilk defa Osmanlı dış borçlanması yapıldı.
1866	Avrupa'nın sayılı borsaları arasında yer almış olan ilk resmi borsa Dersaadet Tahvilat Borsası İstanbul'da kuruldu ve denetim için Borsa Komiserliği oluşturuldu.
1881	Muharrem Kararnamesi ile Duyun-u Umumiye kuruldu.
1906	Esham ve Tahvilat Borsası Nizamnamesi yürürlüğe girdi.
1914	1. Dünya Savaşı ile borsa kapatıldı.
1918	Tekrar açılan borsa, azınlıkların Osmanlı mülkünü ele geçirmek için yaptıkları siyasi oyunlara sahne oldu.

Kaynak: Aşkın,2006:39,59

3.4.2. Cumhuriyet Dönemi ve Bankerler Olayı

Cumhuriyetin 1923'te ilanından sonra bir kararname ile Rum azınlığın hâkimiyetinde olan borsada işlem yapacak kişi ve kurumların Türk vatandaşı olması zorunluluğu getirilmiştir. 1929 dünya ekonomik krizi ile batılı ülkelerin finansal piyasaları önemli sarsıntılar geçirmiş ve birçok ülkenin borsası ya kapatılmış ya da fiilen işlemez duruma gelmiştir. Ülkemizde ise, bu krizin etkilerinin en aza

indirilmesi için bir dizi tedbir alınmıştır. 1447 sayılı Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu çıkartılmış ve borsa denetimi Maliye Bakanlığına verilmiştir. Fakat çıkartılan bu kanun, Maliye Bakanlığının ilgisizliği ve dünya borsalarındaki gelişmeleri takip etmemesi ile istenilen ölçüde amacına ulaşmamıştır.

1960-1970 yıllarında, Türkiye'de sermaye piyasasını oluşturma yolunda bir dizi reform çalışmaları yapılmış, fakat bu dönemde eğilim, mevduat toplamaya yönelik olmuş, gerçek anlamda sermaye piyasası kuruluşları olan aracı kurumlar ortaya konamamıştır. Özellikle, 1970'ten itibaren ülkemizde yaşanan sürekli enflasyon küçük birikimlerin yöneldiği yatırım alanlarının getirilerini reel olarak azaltmıştır. Tasarruf eğiliminin yeterince yükseltilememesi, üretken yatırımlara aktarılacak fonları daha da sınırlandırmıştır. Nitekim enflasyon, tasarrufa gidebilecek tutarların enflasyondan zarar görmeyen gayrimenkul, altın ve çeşitli dayanıklı tüketim mallarına yönelmesine neden olmuştur. Yatırım araçlarının ve kurumsal yatırımcının azlığı, finansal araçların çok kısır vade, miktar ve risk ayarlamalarının yapılamaması, genel ekonomik şartların ağırlığı fon fazlası olan kişi ve ya kurumları da batılı anlamda yatırım aracı olarak kabul edilemeyecek, araba, buzdolabı, televizyon gibi tüketim mallarına olan talebi arttırmıştır.

Bu ortam içerisinde, sermaye piyasasının aracı kurumları, asıl fonksiyonları olan menkul kıymetler alım-satımı yerine menkul kıymet karşılığında kısa vadeli mevduat toplayıp borç vermeye, yani para ticaretine başlamışlardır. Enflasyonun etkisiyle ağırlaşan finansman güçlükleri ile bazı sanayi kuruluşları kendi banka kuruluşlarını oluşturmuş, bazı sanayi kuruluşları da mevcut bankerler aracılığıyla menkul kıymet satarak iç finansman ihtiyaçlarını karşılamışlardır. Bu gelişmeler sonunda da bankacılık sistemine karşı daha esnek yapıda çalışan bir bankerlik sistemi ortaya çıkmıştır.

Banker piyasasındaki gelişmenin doruk noktasına ulaştığı dönem, 1980-1981 yılları olmuştur. Aylık % 10 ile 12'yi bulan faiz getirisinin cazibesine kapılan bir kısım tasarruf sahipleri, birikimlerini bu alanda sayısı hızla artan banker kuruluşlarına aktarmıştır. Faiz hadlerinin serbest bırakılması ile de bankerlerle

beraber bankalar da yüksek faiz politikasına belirli bir oranda katılmış ve aralarında lüzumsuz bir faiz yarışı başlamıştır. Sonuçta da banker kuruluşları daha fazla faiz vererek tasarrufların dağılım dengesini kendi lehlerine döndürmüşlerdir. Ayrıca bankalar, tahakkuk ettirdikleri her türlü faize, banka ve sigorta muameleleri vergisi ve stopaj kesintisi yapmakta, sonra kalan net faiz gelirini tasarruf sahibine aktarmaktadır. Faizlerden yapılan bu kesintiler ise, herhangi bir hukukî ve malî yükümlülüğü olmayan bankerler lehine sonuç doğurmuş ve tasarrufluların tercihine yol açmıştır. Böylece hızla gelişen bankerlik faaliyeti iyice çığırından çıkmış ve tasarrufluların ana para ve faizleri geri ödenemez duruma gelmiştir. Saadet zincirini andıran bu sistemde yeni kaynak girişin azalması, önceden fon yatırımların parasının da bu yolla ödenmesi sonucu yatırımcılar yatırdıkları fonları geri alamaz olmuşlardır. Bankerler, sermaye piyasasının kontrolsüzlüğü ile 1981 yılı sonlarına doğru bir bir iflas etmiştir. Sonuçta da halkın bu piyasadaki aracı kurumlara ve menkul kıymetlere olan güveni önemli ölçüde sarsılmış ve sonuçları itibariyle bankacılık sistemini de etkileyen bir güvensizlik ortamı oluşmuştur(*Aşkın,2006:27-28*).

3.4.3. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Kurulması ve Sonrası Dönem

24 Ocak 1980 istikrar tedbirleri ile ekonomide sıkı para politikası uygulamaya konulmuştur. 1 Temmuz 1980 bankacılığı ile de bankaların faiz oranları serbest bırakıldı. Bankaların faizlerini birdenbire yükseltmeleri, ucuz kredi kullanmaya alışan sanayici ve ticari kesimi büyük bir mali sıkıntı içine soktu. Bu kesim finans sıkıntılarını giderebilmek için banker kuruluşlarına müracaata başladılar. Artık kredi bulabilmek için her yere müracaat ediliyordu. Böylece aracılık edebilecekleri kredi hacminin büyüdüğünü gören banker kuruluşları halktan para toplayabilmek için yüksek faiz ve kısa vade içeren bir sürü araç geliştirdiler. Bunlar senet, çek, mevduat sertifikası v.b. idi. Banka banker rekabeti, bankerlerin kendi aralarındaki rekabet, halkın kısa zamanda büyük kazanç hayalleri ve en önemlisi de bu alandaki yasal boşluk, Türk Toplumunun büyük ve acı bir deneyimi ile sonuçlandı.

Bu dönemde tahvil ve hisse senedi alınıp satılan bir sermaye piyasası değil, tümüyle banka, banker ve açığız girişimcilerin elindeki bir para piyasası vardı.

Sermaye piyasası aracı olan hisse senedi ve tahviller bu piyasada sadece bir güvence belgesi idi.

1975-1981 döneminde sermaye piyasasında görülen büyüme % 1000'e varıyordu. 1975' de toplam tahvil ihracı 15,3 milyar iken, bu rakam 1981'de 151 milyar liraya yükselmişti.

Bankerlerin iflası, kaçıışı ve tasfiyeleri ile sonuçlanan sermaye piyasası deneyimi, bu alandaki yasal düzenlemelerin yeterli olmadığı ve yeni düzenlemelere ihtiyaç olduğu kanaatini herkesimde yerleştirdi. Bunun üzerine 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu hazırlandı ve Şubat 1982'de yürürlüğe girdi(<http://makdis.pamukkale.edu.tr>,14.01.2008)

Sermaye Piyasası Kanunu' nun yürürlüğe girmesinden sonra, aracı kurumların hizmet kalitesinde gelişme ve profesyonelleşme gözlemlenmiştir. Araştırma faaliyetlerine, yeni finansal tekniklerle, yatırımcılara ve şirketlere yeni imkanlar sağlanmasına önem verilmiştir. 2499 Sayılı SPK ile sermaye piyasası hızlı bir gelişim ve değişim sürecine girmesine rağmen, mevcut düzenlemeler bu gelişmelere ayak uydurmakta yetersiz kalmıştır. Bu yetersizliği gidermek ve piyasanın gelişmesinden doğan yeni ihtiyaçları karşılamak için, 23.04.1992 tarihinde 3794 sayılı kanun yürürlüğe girmiştir. Kanun değişikliği ile getirilen en önemli yenilik izin sisteminden kayıtlı sermaye sistemine geçilmesi olmuştur.

İMKB' nin 26 Aralık 1985 tarihinde kurulmasıyla örgütlü hale gelen ikinci el piyasalar, günümüze kadar oldukça önemli bir gelişme göstermiş ve Türk finans piyasaları yeni bir boyut kazanmıştır. Yeni olmasına rağmen aracı kurumların sayıları 1986 yılı sonunda 11 olmuştur. Bankaların da, aracı kurum kurmaları sonucu bu sayı, Haziran 1999 tarihi itibarıyla 141'e iken 2005 yılı sonu itibarıyla, 30'u ticari banka, 11'i kalkınma ve yatırım bankası, 32'si banka kökenli, 69'u da banka kökenli olmayan olarak bu sayı toplam 101'e düşmüştür. 1999'dan bu yana sayı olarak düşüşün en önemli nedeni 2001 krizi ile ödeme güçlüğüne düşen bazı aracı kurumların faaliyetlerine son vermesi ve bazı aracı kurumların birleşmesi olarak görülebilir. Sermaye ve para piyasasının gelişmişliğine bakarak bu sayının daha da konsolide olacağını düşünebiliriz.

3.5 Aracı Kurumların İşlevleri

Daha önce de belirtildiği gibi, aracı kurumların en önemli işlevi piyasadaki fon hareketlerini sağlıklı bir biçimde yönlendirmektedir. Aracı kurumların varlığının nedenlerini düşündüğümüzde, ilk neden karşılıklı güvenin oluşmasıdır. İkinci neden de, borç almanın bir bedeli ve borç vermenin de bir geliri olduğu için, aracı kurum bu iki olayı da kendisi halletmektedir. O halde aracı kurumların ilk işlevi sağlıklı bir fon hareketinin sağlanmasıdır.

Aracı kurumların, bir diğer önemli işlevi daha farklı bir önem taşımaktadır. Özellikle de sermaye piyasalarında uzun vadeli kaynak bulmak isteyen kurumlar, genellikle sermayelerini artırma yollarını benimsemişlerdir. Şirketlerde sermaye ortakların para vermesi ya da yeni ortak alınması ile arttırılabilir.

Bu tip bir bedelli sermaye artışının yeni hisse senetlerinin halka satılması ile yapılması için aracı kurumlara ihtiyaç vardır. Çünkü halka açılmak isteyen ya da daha önceden halka açılmış olan ve yeniden bir bedelli sermaye artışına gitmek isteyen şirketler kendi başlarına hisse senedi satamazlar.

Bunun yerine şirketler, teklifini ve koşullarını kabul ettikleri bir aracı kurum ile anlaşarak, hisse senetlerini bu kuruluşlar aracılığı ile birincil piyasalarda satışa sunmaktadırlar. Ülkemizde yapılan uygulama incelendiğinde, halka açılacak şirket, hisse senetlerini satması için bir aracı kuruma gönderir, kuruluş satabildiğini satar, elinde kalanı da ya kendi alır ya şirkete iade eder ya da daha düşük bir fiyattan satar. Aracı kurumların bu satışı ile daha önceden, büyük bir şirkete ortak olma şansına sahip olmayan küçük yatırımcılar da, ikincil piyasalardaki işlemleri ile şirkete ortak olma şansına sahip olmaktadır. O halde aracı kurumların bir diğer işlevi de sermayenin tabana yayılması olmaktadır.

Fon hareketleri ve birincil piyasaları anlattıktan sonra değineceğimiz bir diğer aracı kurum işlevi de, menkul kıymetlerin el değiştirmesini kolaylaştırması ve bu

sayede de likiditelerini arttırmasıdır. Tabi ki bu işlevin yerine getirilmesi için menkul kıymet borsalarının da yardıma ihtiyacı vardır.

Belirtilmesi gerekli olan son önemli işlev de, menkul kıymet piyasalarında yatırımcılarının işlem yapmalarının ve yatırım için gerekli doğru bilgi, yorum ve uzman görüşünün sağlanmasıdır. Birincil piyasada işlem yapamayan küçük yatırımcılar, ikincil piyasada yapacakları işlemlerde aracı kurumlara bağlı olarak işlemlerini gerçekleştirirler. Bu da, bizi aracı kurumların piyasayı genişlettikleri, çok fazla işlem gerçekleştirdikleri için işlem maliyetleri azalttıkları ve piyasa hakkında doğru bilgi ve yorum ürettikleri gibi fonksiyonlara götürmektedir(<http://www.baskent.edu.tr>,20.02.2008).

3.6 Aracı Kurumların Faaliyet Konuları

Sermaye piyasası faaliyetleri, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 5. Bölümünde düzenlenmiştir. SPK, bu faaliyetlerin hangi esaslar çerçevesinde yürütüleceğini çıkardığı tebliğlerle düzenlemektedir.

Aracı kurumların, aracılık kapsamında olmak üzere her ayrı faaliyet için SPK'dan yetki belgesi almak suretiyle yapabilecekleri sermaye piyasası faaliyetleri;

- SPK kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık,
- Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım-satımı,
- Portföy yöneticiliği,
- Yatırım danışmanlığı,

- Menkul kıymetlerin geri alım veya satım taahhüdü ile alım-satımı,(repo-ters repo)
- Her türlü türev araçlarının alım-satımının yapılmasına aracılıktır.

Şimdi bu maddeler halinde sıralanmış faaliyetleri açalım:

3.6.1 Halka Arza Aracılık Faaliyetleri

Birinci el sermaye piyasası araçlarının ihraççı kurum tarafından doğrudan halka arzıdır. Sermaye piyasası aracı ihraç etmek isteyen şirketler, bu amaçla bir veya birden fazla aracı kurum ile anlaşarak (underwriting sözleşmesi) halka arz işlemi yapabilirler. Halka arza aracılık yapacak kurumların, bu konuda yetki belgesine sahip bir aracı kurum olması veya banka niteliği taşıması gerekmektedir

Halka arza aracılık iki ayrı şekilde yapılabilir:

- En iyi gayret aracılığı
- Aracılık Yüklenimi

Aracılık yüklenim türleri ise şu şekilde sıralanabilir:

- Bakiyeyi yüklenim
- Tümünü yüklenim
- Kısmen bakiyeyi yüklenim
- Kısmen tümünü yüklenim

Bu maddeleri açıklamak gerekirse;

En İyi Gayret Aracılığı: Halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılmasını, satılmayan kısmın ise

ihraççıya (satışı yapana) iadesini veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılmasını ifade eder.

Aracılık Yüklenimi: Bu yöntemde aracı kurum tarafından ihraççı şirkete halka arz edilecek sermaye piyasası araçlarının tamamının ve ya belli bir kısmının satılacağı taahhüt edilmektedir. Bakiyeyi yüklenim ve ya tümünü yüklenim şeklinde başlıca iki tür bulunmakla birlikte, taahhüt kısmı olarak da gerçekleştirilebilir

Bakiyeyi Yüklenim: Halka arz yoluyla satılmasının ve satılmayan kısmının tamamının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasıdır.

Tümüne Yüklenim: Bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılmasıdır.

Kısmen Bakiyeye Yüklenim: Halka arz yoluyla satılmasının ve satılmayan kısmının bir kısmının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasıdır.

Kısmen Tümüne Yüklenim: Bedeli, satışın başlanmasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle bir kısmının satın alınarak halka satılmasının satışı yapana taahhüt edilmesi suretiyle gerçekleştirilebilir.

Halka arza aracılık yapılırken, aracı kurum, ihraççı şirket veya ortakları ile birlikte ihraç fiyatı, miktarı ve halka arz süresi için çalışmalar yapar. Aracı kurum, izahnameyi ve SPK'ya kayıt başvurusu için gerekli belgeleri hazırlar. Satışların gerçekleştirilmesi için gişe hizmeti verir. Tanıtım faaliyetlerinde bulunarak talep toplar. Hisse senetlerinin halka arzının tamamlanması zorunlu olan 3 ay içinde tamamlar. Ayrıca aracı kurumlar, bu faaliyetlerinde en iyi gayreti göstermek ve halka arz fiyatının gerçek değeri yansıtması için azami özen göstermekle yükümlüdürler (<http://www.cu.edu.tr>, 27.02.2008).

3.6.2 Alım- Satıma Aracılık Faaliyetleri

Alım- satıma aracılık, daha önceden ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacı ile alım ve satımıdır. Alım satıma aracılık, borsada ikincil piyasa işlemi olarak anılır. Ancak, borsa dışında da alım- satıma aracılık yapılabilir. Alım satıma aracılık işlemlerine başlamadan önce müşteri ile yazılı şekilde bir sözleşme yapılması gereklidir. Alım- satıma aracılık işlemleri, müşteri ile yapılan sözleşme hükümlerine göre yapılır. Borsadaki işlemler için verilen emirler borsa kuralları içinde, borsa dışındaki işlemler ise sözleşme hükümlerine göre yerine getirilir. Aracı kurumlar, borsa dışında ikincil piyasada lot altı işlemleri ile faaliyet gösterebilirler. Borsadaki alım- satım işlemi, seans içinde yapılır. Aracı kurumlar, alım satıma aracılık faaliyetinin yapılması sırasında müşterilerine, sermaye piyasası araçları, ihraççılar ve piyasa eğilimleri hakkında yönlendirici olmadan yazılı ve sözlü bilgi verebilirler.

Aracı kurumlar, işlem yaptıkları gerçek kişilerin nüfus cüzdanı, sürücü belgesi veya pasaportlarının, tüzel kişilerin imza sirkülerinin örneklerini almak ve gerçek kişilerin daimi ikametgâh adreslerine tüzel kişilerin merkez adreslerine ilişkin beyanlarını kaydetmek zorundadırlar.

Bunlara ilave olarak aracı kurumlar müşterilerin risk ve getiri tercihleri, yatırım amaçları ve mali durumları hakkında yeterli bilgiye sahip olmak amacıyla standart formları geliştirmek, bu formda yer alan bilgileri güncelleştirmek ve formları saklamak zorundadırlar. Müşterinin bilgi vermekten kaçınması durumunda sorumluluğun kendisine ait olacağı konusunda uyarılması ve bilgi vermek istemediğine dair yazılı beyanın alınarak çerçeve sözleşmesiyle birlikte saklanması gereklidir.

Aracı kurumlar, her bir hisse senedinde herhangi bir yabancı banka veya aracı kurum veya şahıs nam ve hesabına İMKB' de yapmış oldukları alım ve satım işlerinin toplam tutarlarını aylık olarak ABD Doları bazında İMKB' ye bildirmekle yükümlüdür(*SPK Haftalık Bülteni 1996/40*).

3.6.3 Portföy Yöneticiliği

Modern menkul kıymet analizleri, geleneksel menkul kıymet analizlerinden farklılaşır. Modern yaklaşım risk ve getiri kavramları üzerine yoğunlaşırken, geleneksel teori ise toplam değer hesaplanmasını esas alır. Portföyler varlıkların bir kombinasyonudur.

Geleneksel yaklaşımda portföy yönetimi yatırımcının istek ve ihtiyaçlarına en uygun menkul kıymet karmasının seçilmesini esas alır. Buna karşın modern portföy yönetimi optimum getiriyi minimum risk seviyesinde sağlamaya yarayan matematiksel metotları kullanarak bilimsel bir yaklaşım ortaya koyar. Modern portföy teorisinin klasik portföy teorisinden olan temel farklılığı menkul kıymet yatırımlarının tek tek ele alınması yerine tümünün bir arada, uygun seçilmiş bir portföy içinde düşünülmesidir.

Bir portföyün getirisi ise bu karma içindeki menkul kıymetlerin getirilerinin ağırlıklı ortalamasından başka bir şey değildir. Bu ağırlıklardan anlatılmak istenen menkul kıymetlerin portföyün içindeki oluşuma katkısı anlatılmaktadır. Portföyün toplam riski ise daha karmaşık bir kavramdır. Her bir menkul kıymetin kendine özgü olan risk oranı portföy içine katıldıktan sonra diğer menkul kıymetlerle etkileşerek karmanın riskini önceki risk seviyesinden daha aşağıya veyahut daha yukarıya doğru hareket ettirebilir. Bu her bir portföy elemanın birbiri ile olan ilişkisine bağlıdır (*Fischer & Jordan,1991:19*).

Modern Portföy yönetiminin babası olarak bilinen Harry Markowitz'e kadar, pek çok portföy yöneticisi bazı menkul kıymetlerin aynı ya da ters yönde hareket ettiklerinin farkına varmışlar ancak bu ilişkileri ölçen teknikleri geliştirememişlerdir. Menkul kıymetlerin sahip olduğu kendilerine özgü risk seviyeleri nedeniyle, yatırımcılar her zaman birden fazla çeşit menkul kıymete sahip olmaya çalışmışlardır. Bu çeşitlendirme ile menkul kıymetlerin getirileri üzerindeki belirsizlik azaltılarak toplam getirinin artırılması amaçlanır. Yatırımcılar, portföy

içindeki bir elemanın değerinin düşmesi ihtimalini bir diğer menkul kıymetin değerinin yükselmesi ile elimine etmeyi amaçlamışlardır. Önceleri özellikle hisse senetleri için uygulanan bu yöntem aynı endüstride faaliyet gösteren firmaların hisse senetlerini almak yerine farklı endüstrilerdeki firmaların hisselerini alarak kendini göstermiştir. Fakat bu noktada doğru kombinasyonun doğru nedene bağlı olarak oluşturulması sorunu ortaya çıkmıştır. Bu sorunun çözümü ise Markowitz teoremi ile mümkün olmuştur.

Markowitz, bir portföyü oluşturan menkul kıymetlerin getirileri arasındaki ilişkilerin araştırılması ve getirileri arasında tam pozitif korelasyon bulunmayan menkul kıymetlerin bir portföyde toplanması ile (Markowitz çeşitlendirmesi) beklenen getiride bir düşme olmaksızın sistematik olmayan riskin azaltılabileceğini öne sürmüştür.

Bu durum da en iyi portföy seçimi konusu da tartışılmalıdır. En iyi portföyün seçimi ise direkt olarak yatırımcının tatmin düzeyine bağlıdır. Kabul edilebilir bir getiriyi minimum risk seviyesi ile elde etmek veya mevcut risk seviyesinde getiriyi maksimize etmek yatırımcının yapabileceği optimum seçim alternatifleri olarak karşımıza çıkar. Bu tip portföy seçimlerine “etkin portföyler” denir. (Jones,2000:74)

Portföy yöneticiliği, sermaye piyasası araçlarından oluşan portföylerin müşterilerle yapılacak portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde vekil sıfatıyla yönetilmesidir.

Portföy yönetim şirketi ise, münhasıran portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurul’dan yetki belgesi almış şirketlerdir. Portföy yönetim şirketleri, portföy yöneticiliği faaliyeti kapsamında yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının portföylerini de yönetebilirler.

Kurulca yapılacak değerlendirme sonucunda faaliyet izni verilmesi uygun görülen portföy yönetim şirketine, portföy yöneticiliği faaliyetini icra edebileceğini gösteren yetki belgesi verilir.

Portföy yönetim şirketleri, yatırımcılar tarafından kendilerine tevdi edilen sermaye piyasası araçlarını ve nakdi nezdlerinde muhafaza edemezler; aynı gün içerisinde İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.’ndeki hesaba geçmek zorundadırlar.

3.6.4 Yatırım Danışmanlığı

Müşterilere, ücret karşılığında, sermaye piyasası araçları, bunları ihraç eden kurumlar, yatırım ve finansman konularında yönlendirici nitelikte yazılı veya sözlü önerilerde bulunulmasıdır. Yatırım danışmanlığı faaliyetini, yetki belgesi almak koşuluyla aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri ve mevduat kabul etmeyen bankalar yapabilir.

Yatırım danışmanlığı faaliyetinde bulunacak kurumlar, yeterli sayıda yatırım danışmanı istihdam etmek zorundadırlar. Yatırım danışmanları, “ileri düzey lisans belgesi”ne sahip kişiler arasından seçilir.

3.6.4.1 Yatırım Danışmanlığı İlkeleri

- Yapılan bir alım satım işleminden dolayı herhangi bir ihraççıdan veya aracı kurumdan lehlerine komisyon, iskonto ve benzeri menfaat sağlıyorlarsa, miktarı belirtmek zorunda olmaksızın durumu müşterilerine açıklamak zorundadırlar.
- Yatırımcının yazılı bir direktifi olmadan portföye, rayiç değerinin üstünde sermaye piyasası aracı satın alamazlar ve portföyden bu değer altında sermaye piyasası aracı satamazlar. Rayiç bedel borsada işlem gören sermaye piyasası araçları için borsa fiyatı, borsada işlem görmeyen sermaye piyasası araçları için işlem gününde portföy lehine alımda en düşük satımda en yüksek fiyattır.

- Portföyde yer alan varlıklar üzerinde, kendileri veya üçüncü şahıslar lehine herhangi bir hukuki tasarrufta bulunamazlar. Yatırımcının yazılı bir talimatı olmadan portföyde yer alan varlıkları, portföy yönetimi amacı dışında bir başka şahsa devir veya teslim edemezler.
- Herhangi bir şekilde kendilerine çıkar sağlamak üzere yatırımcı portföylerinde bulunan sermaye piyasası araçlarının alım satımını yapamazlar. Yatırımcı hesabına verecekleri emirlerde gerekli özen ve basireti göstermek zorundadırlar.
- Basiretli bir tacir gibi davranmak ve yönettikleri müşteri portföyleriyle çıkar çatışmasına meydan vermemek koşuluyla, kendilerine ait nakdi portföy yönetimine konu olan araç ve işlemlerle değerlendirebilirler.
- Birden fazla portföy yönettiklerinde objektif iyi niyet kurallarına aykırı olarak portföylerden biri ve ya birden fazlası lehine, diğerleri aleyhine sonuç verebilecek işlemlerde bulunamazlar.
- Portföyle ilgili yatırım kararlarını, güvenilir gerekçe veya belgelere dayandırmak, yatırımcıların finansal durumunu dikkate almak ve sözleşme hükümlerine uygun davranmakla yükümlüdürler.
- Yatırımcılarına, portföyün önceden saptanmış belirli bir getiriyi sağlayacağına dair herhangi bir sözlü veya yazılı garanti veremez, ilan ve reklamlarında bu anlamda gelebilecek ifadeleri kullanamazlar.
- Yatırımcı menfaatleriyle kendi menfaatleri arasında çatışma olan durumlarda, yatırımcı lehine davranmak zorundadırlar.
- Yatırımcıların risk-getiri tercihlerini belirlemek, bu belirlemelere yönelik yazılı belge düzenlemek, söz konusu belgeleri sözleşmeyle birlikte saklamak ve bireysel portföyleri bunlara uygun oluşturmak zorundadırlar.

- Yönetilen portföylere ilişkin olarak portföy yöneticiliği dışında kalan faaliyetleri çağrıştıracak isim ve ifadeler kullanılamaz, belirli bir yönetim dönemi belirleyerek önceden toplanan paralarla ortak bir portföy oluşturulamaz ve yönetilemez ve ya tasarruf sahipleri oluşturulmuş bir portföye iştirak ettirilemez ve bu yönde ifadeler içeren ilan ve reklam yapılamaz.
- Herhangi bir şekilde yanlarında çalıştırdıkları kişilerin, mutad yatırımcı-portföy yönetim şirketi ilişkisi dışında kurumun imkanlarından yararlanmak suretiyle kendi nam ve hesaplarına işlem yapmalarına olanak sağlayamazlar.
- Müşterilerin piyasa hakkında bilgisizlik ya da tecrübesizliklerinden yararlanıp, bunların alım-satım kararlarını etkileyerek kendi lehlerine kazanç sağlamak amacıyla, müşterilerin gereksiz alım-satım yapmalarına ortam hazırlayamazlar ve bu fiilin üçüncü şahıslar tarafından gerçekleştirilmesine herhangi bir şekilde yardımcı olamazlar.
- Yazılı, basılı veya sözlü biçimde müşterilere duyurulacak ve yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikte olan araştırma sonuçlarını, müşterilerine duyurmadan önce kendileri ve ya üçüncü şahıslar lehine kullanamazlar(<http://www.cu.edu.tr>,20.12.2007).

3.6.5 Menkul Kıymetlerin Geri Alım veya Satım Taahhüdü ile Alım-Satımı (Repo-Ters Repo)

Repo; bir menkul kıymetin işlem başlangıç valöründe satılıp, bitiş valöründe geri alınmasını ifade eder. Repo yapan taraf, parayı kullanan taraftır. Geri alma taahhüdü ile menkul kıymetin satımı söz konusudur.

Ters Repo; bir menkul kıymetin işlem başlangıç valöründe alınıp, bitiş valöründe

geri satılması işlemidir. Ters Repo yapan, parayı kullandıran taraftır. Geri satma taahhüdü ile menkul kıymetin alımı söz konusudur

Repo ve ters repo işlemlerini kuruldandan bu konuda faaliyet göstermek üzere yetki belgesi almış olan aracı kurumlar ve bankalar yapabilirler

Yetkili kurumlar borsada müşteri nam ve hesabına, kendi adına müşteri hesabına veya kendi nam ve hesaplarına, Borsa dışında ise sadece kendi nam ve hesaplarına işlem yapabilirler.

Repo ve ters repo işlemlerine konu olabilecek menkul kıymetler şunlardır: (Babuşçu,Hazar,2008:123):

-Devlet Tahvilleri,

-Hazine Bonoları,

-Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar,

-Özelleştirme İdaresi Başkanlığı ve Toplu Konut İdaresi Başkanlığı'nca ihraç edilen borçlanma senetleriyle, mahalli idareler ve bunlarla ilgili idare, işletme ve kuruluşların kanun uyarınca ihraç ettikleri borçlanma senetleri,

-Varlığa dayalı menkul kıymetler dahil olmak üzere, menkul kıymetler borsaları veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören ve ya borsada tescil edilmiş olan borçlanma senetleri,

Repo işleminde menkul kıymetin mülkiyeti alıcıya (parasını kullandıran yani ters repo yapan tarafa) geçer ve getirileri de, çerçeve anlaşmasında aksine hüküm bulunmadıkça bu kuruluşa veya kişiye ait olur. Vade tarihinde(işlemin bitiş tarihinde) ise, menkul kıymetin mülkiyeti, (kararlaştırılan bedelin ödenmesiyle kullanan tarafa yani repo yapan tarafa) geçer.

Ters repo işlemi ile menkul kıymet alımında ise menkul kıymetin mülkiyeti yetkili kuruluşa geçer ve getirileri de aksine hüküm bulunmadıkça yetkili kuruluşa ait olur. Vade tarihinde, menkul kıymetin mülkiyeti kararlaştırılan bedelin ödenmesiyle tekrar karşı tarafa geçer.

Repo konusu olan menkul kıymetlerin alıcıya fiziki teslimi yapılmaz. İşlemler hesaben gerçekleştirilir.

3.6.6 Türev (Vadeli İşlem) Araçlarının Alım-Satımı

Türev araçlarının alım satımına aracılık faaliyeti, ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve döviz dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların aracı sıfatıyla ve ticari amaçla alım satımını ifade etmektedir.

Türev araçlarının alım satımının yapılmasına aracılık faaliyetini yürüten kurumlar, müşterileri için herhangi bir işlem gerçekleştirmeden ve sözleşme imzalatmadan önce söz konusu işlemlerin risklerini belirten bir açıklama yapmak zorundadırlar.

Yüksek enflasyon ve ekonomik dalgalanmaların olduğu ekonomilerde piyasa oyuncuları oluşabilecek olumsuz değişikliklerden korunmak ve riskten kaçınmak istemektedir. Vadeli işlem sözleşmeleri söz konusu risklerden korunmak için geliştirilen yeni bir sermaye aracı olduğunu daha önceden de vurgulamıştık.

Vadeli işlemler, ileri bir tarihte söz konusu olacak herhangi bir malın vadesi, fiyatı ve miktarı bugünden belirlenerek sözleşmeye bağlandığı işlemler veya sözleşmeler olduğunu, vadeli işlem sözleşmelerinin konusunu mal, döviz veya menkul kıymetler meydana getirdiğinden de bahsetmiştik. İşte bu noktada aracı kurumlar, finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mal ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi yapılmasına aracılık faaliyetlerinde de

bulunabilirler. Tüm bunlarla beraber aracı kurumların Sermaye Piyasası Kurulu vadeli işlemleri de yapabilmektedirler.

Sermaye Piyasası Kurulu vadeli işlemleri:

- Kredili menkul kıymet işlemi,
- Açığa satış işlemi,
- Menkul kıymetlerin ödünç işlemleri,

olmak üzere üç grupta nitelemektedir.

Kredili menkul kıymet işlemi; bir aracı kurum nezdinde müşteri adına kredi hesabı açılması koşulu ile müşteri ve aracı kurum arasında yapılacak sözleşme hükümleri çerçevesinde menkul kıymet alınmasını ifade eder.

Açığa satış işlemi; sahip olunmayan menkul kıymetlerin ödünç alınmak suretiyle satılmasını ifade eder.

Menkul kıymetlerin ödünç işlemleri ise buna ilişkin çerçeve sözleşmesinde belirlenen esaslar dahilinde ödünç veren tarafından açığa satış amacıyla ödünç alan tarafa, belirli bir dönem için menkul kıymetlerin verilmesi ve aynı cins menkul kıymetlerin mislen geri alınmayışı ifade eder(*Salman,2006:14*).

3.7 Aracı Kurumların Kuruluş ve Faaliyet Şartları

3.7.1 Aracı Kurumlarda İzin Yetkisi ve Kuruluş Şartları

Aracı kurumlar, SPK' nın hükümlerine tabi olduklarından bu kanuna göre kurulacaktır. Aracı kurumların kuruluş şartları Sermaye Piyasası Kanunu'nun 32. maddesinde ve 01.03.1995 tarih ve 22217 mavili Resmi Gazete'de yayınlanan "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kurumlara İlişkin Esaslar" tebliğinin 5. maddesinde yer almaktadır. Ancak bu kanun ve tebliğlerde hüküm bulunmadığı hallerde TTK

hükümleri uygulanacaktır. Bu nedenle aracı kurumların kuruluş şartları TTK hükümlerine tabi diğer anonim şirketlerin kuruluş şartlarına göre bazı farklılıklar göstermiştir. Anonim şirket kuruluşlarına göre özellik arz eden ve Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kuruldan izin alınabilmesi için gerekli şartlar şunlardır: (*Aşkın, 2006:44-45*):

- Anonim ortaklık şeklinde kurulma mecburiyeti,
- Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması,
- Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,
- Sermayelerinin yapacakları aracılık faaliyetinin türüne göre Kurul tarafından yayınlanan tebliğde belirtilen miktardan az olmaması (ödenmiş sermayelerinin asgari 500.000 YTL olması ve sermayesinin %50 sinin İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. nezdinde hazine bonusu ve devlet tahvili şeklinde bloke edilmesi gerekir).
- Ana sözleşmenin Sermaye Piyasası Kanunu'na ve kurul düzenlemelerine uygun olması,
- Kurucuların müflis olmadığını ve ya yüz kısaltıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığının tespit edilmiş olması gerekir.

Kurucuların, aracı kurum kurma teşebbüslerinde aşağıdaki işlemleri sırasıyla yerine getirmeleri gerekmektedir(*Kocahanoğlu, 1993:120-121*):

1. Sermaye Piyasası Kanunu ve TTK hükümlerine uygun, ortaklar tarafından imzalanmış bir şirket ana sözleşmesinin hazırlanıp notere tasdik ettirmeleri,
2. Sermayelerinin % 50' sini İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.' nde Hazine Bonusu veya Devlet Tahvili olarak bloke ettirmeleri,

3. Müflis olmadıklarının ve ya yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığını kanıtlayan belgeler ve yine Kurul'un gerekli göreceği ek bilgi ve belgelerle kurula başvurmaları,

4. Kurul'un kuruluş için uygun görüşü alındıktan sonra, TTK hükümlerine göre aracı kurumlarının anonim şirket statüsünde kurulabilmesi için Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na müracaat etmeleri,

5. Sermayelerinin % 02 oranındaki bir tutarı, TCMB Ankara Şubesindeki Sanayi ve Ticaret Bakanlığı Tüketicinin Korunması Hesabına yatırmaları,

6. Tüketicinin Korunması Hesabına yatırılan parayı gösterir banka dekontu ve kurul tarafından verilen belgelerle birlikte Adalet Bakanlığına bağlı Ticaret Siciline Tescil ettirmeleri ve Türk Ticaret Sicil Gazetesinde ilan ettirmeleri gerekmektedir.

3.7.2 Aracı Kurumların Faaliyet Şartları

Aracı kurumlar, araca ve/ ve ya piyasa yapıcı olarak bir işlem yapabilmek için Yönetim Kurulu'ndan Pazar İşlem Ön Yetkisi almak kaydı ile, Genel Müdürlük' ten aldıkları faaliyet ruhsatının noterden tasdikli birer sureti ve borsaca istenebilecek diğer belgelerin eklendiği bir dilekçe ile borsaya başvururlar.

Pazarda işlem yapacak kurumların borsa tarafından hazırlanan ve genel şartlar ile yükümlülükleri kapsayan ve bir örneği borsadan temin edilecek uluslar arası Pazar İşlem Yapma Taahhütnamesi' ni borsaya vermeleri; önceden belirlenmiş olan bir banka veya Takasbank' da gerekli hesapları açtırmış olmaları; türü ve tutarı Yönetim Kurulu'nca belirlenen teminatları ilgili banka hesabına yatırmaları ve bu yönetmelikte belirlenen diğer yükümlülükleri yerine getirmeleri şarttır.

Borsaya sunulacak bilgi ve belgelerin aracı kurumu temsile yetkili olan kişilerin imzalarını taşıması ve bu yönetmelikte öngörülen işlem yapabilme şartlarını tevsik etmesi bakımından eksiksiz olması şarttır.

Borsanın yapacağı ve yaptıracığı incelemeler sonucunda Yönetim Kurulu uygun gördüğü takdirde, bu yönetmelikte belirtilen koşulların yerine getirilmesini takiben aracı kurumlara aracı ve / ve ya piyasa yapıcı olmak üzere yetki verir (<http://www.spk.gov.tr>, 15.02.2008).

3.8 Aracı Kurumların Yapamayacakları İşlemler

- Aracı kurumlar mevduat toplayamazlar.
- Ticari amaçla değerli maden, döviz, gayrimenkul alım satımı yapamazlar.
- Faiz karşılığı borç para veremezler.
- Menkul kıymet sertifikaları ihraç edemezler.
- Ticari, sınai ve zirai faaliyetlerde bulunamazlar.
- Menkul kıymetlerin getirileri hakkında kesin ifadeler içeren açıklamada bulunamazlar. Yatırımcılara ait menkul değerleri sadece müşteri emirleri ile yönlendirirler, kendi amaçları için (açık pozisyon) için kullanamazlar.
- Vekaletname ile işlem yapamazlar.

3.9 Aracı Kurumların İşlem Limitleri

Aracı Kurumların Hisse Senetleri Piyasası'nda;

- Haftanın işgünleri üzerinden hesaplanacak haftalık ortalama işlem limiti öz sermayelerinin dört katını aşamaz.
- Verebilecekleri bir alım ve ya satım emri öz sermayelerinin %25'ini aşamaz.

3.10 Aracı Kurumların Denetimi

Aracı kurumların işlem ve hesapları kurulca görevlendirilecek uzmanlar tarafından denetlenir. Uzmanların yaptıkları denetimler sonucunda aracı kurumların finansal yapılarının ciddi şekilde zayıflamakta olduğunun tespiti halinde aracı kurumlara kurulca uygun bir süre verilerek mali durumlarını güçlendirmeleri istenir. Verilen süre içinde gerekli tedbirleri alamayan ve finansal durumları taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflayan kurumların yetkileri kurulca kaldırılır.

3.11 Aracı Kurumların Faaliyetlerinin Durdurulması ve İptali

SPK şu durumlarda aracı kurumların faaliyetlerinin tamamen iptal edebilir, ya da geçici olarak durdurabilir(*Babuşcu,Hazar,2008:131*);

- Kurulca gerekli görülen önlemlerin alınmamış olması, mevzuat ve esas sözleşme hükümlerine aykırılıkların tespit edilmesi,
- Finansal durumunun taahhütlerini karşılayamayacak kadar zayıflamış olduğunun tespit edilmesi,
- Kurum, faaliyete geçme, faaliyet izni alınmasına ilişkin olarak öngörülen şartlar ile aracı kurumun ortak ve yöneticilerinin, personelinin acentelerinin, şubelerinin ve irtibat bürolarının gerekli koşullardan herhangi birini yerine getirmemesi ya da yitirmesi,
- Faaliyet izni alındıktan sonra teminatların yükselmesi ve ya tamamlanması gerektiği durumlarda, ilave ve ya eksik teminatın, bu durumun ortaya çıktığı tarihten itibaren en geç 3 ay içinde yatırılmamış olması,
- Sermaye yeterliliği ile ilgili kurul düzenlemelerine aykırı durumların ortaya çıkması halinde, gerekli şartların kurulca verilecek süreler içinde yerine getirilmemesi.

3.12 Aracı Kurumların Merkez Dışı Örgütleri

Aracı kurumların merkez dışı örgütleri şube, irtibat büroları ve banka ya da bankalarla veya özel finans kurumları ile tesis edilen acenteliklerinden oluşur. Kurul merkez dışı örgüt açma başvurularını aracı kurumların faaliyetlerini ilgili kurul düzenlemelerine uygun şekilde yürütebilecek nitelik ve yeterlilikte olup olmadıkları ve mevzuata uyum konusunda gerekli özeni gösterip göstermedikleri açısından değerlendirir. Aracı kurumların herhangi bir merkez dışı örgütü faaliyete geçtikten sonra, kurulca yapılacak incelemeler sonucunda merkez dışı örgütün mevzuata aykırı iş ve işlemlerinin tespiti halinde, şube, irtibat bürosunun faaliyetleri ve ya acente bankanın ya da özel finans kurumunun bu kapsamdaki faaliyetleri tamamıyla ve ya acentelik faaliyetinin sürdürüldüğü belli şubeleri itibarıyla durdurabilir ve/ veya aracı kurumun yeni şube, irtibat bürosu veya acente açmasına kısıtlama getirilebilir. (Seri:V No:46 Say.1. Tebliğ Madde 20)

3.12.1. Aracı Kurum Şubeleri

Aracı kurumların şube açmaları için;

- Hizmetin gerektirdiği yeterli mekan ve teknik donanımın sağlanmış, işyerinin amaca uygun olarak tefriş edilmiş olması,
- Faaliyet konularına ve şubenin ihtiyacına uygun sağlıklı bir yönetimin, merkez ile irtibatlı ve kurulun düzenlemelerine uygun muhasebe sistemi ile kayıt ve belge düzeninin, süratli bir iş akışı ve iletişimin kurulmuş, şube bünyesinde bulunacak nakit ve kıymetli evrak ile diğer varlıkların asgari yangın ve hırsızlık risklerine karşı sigorta ettirilmiş ve bu konuda diğer güvenlik önlemlerinin alınmış bulunması,
- Ön lisans eğitimi veren kurumlardan mezun bir şube müdürü ile şubenin ihtiyacına uygun yeterli ihtisas personeli ve diğer personelin sağlanmış olması şarttır. Bu şartların yerine getirilmemesinden ve şubenin yapacağı iş

ve işlemlerden kaynaklanan her türlü hukuki ve cezai sorumluluk aracı kurumlara aittir. Aracı kurumların şubelerini nakletmesi halinde de, şube açmaları için bu maddede yer alan şartlar aranır ve eski şubeye ilişkin tescil terkin edilerek yeni şube tescil ve ilan ettirilir. (*Seri:V No:46 md. 21*)

3.12.2 Aracı Kurum Acenteleri

Aracı kurumlar ile bankalar ve özel finans kurumları arasında yazılı acentelik sözleşmesi imzalanabilir. Aracı kurumlar acentelik sözleşmesinde belirlenecek mahaller içinde, acenteleri aracılığıyla alacakları emirler doğrultusunda aracılık faaliyetleri çerçevesinde sermaye piyasası araçlarının alım satımında bulunabilirler. Bir aracı kurum ile acentelik sözleşmesi imzalayan bankalar ve özel finans kurumları, acente sıfatıyla aşağıdaki faaliyetlerde bulunabilirler:

- Sermaye Piyasası araçlarına ilişkin alım ve satım emirlerinin aracı kuruma iletilmesine ve gerçekleşen emirlerin tasfiyesine aracılık etmek,
- Acentesi olunan aracı kurumun halka arza aracılık faaliyetleri kapsamında, taleplerin toplanması, bu taleplerin aracı kurum merkezine iletilmesi ve paranın tahsili ya da geri ödenmesi gibi işlemleri kapsamak üzere gişe hizmeti vermek,
- Acentesi olunan aracı kurum portföy yöneticiliği yetki belgesine sahip ise acente sıfatıyla bu faaliyetin tanıtımını yapmak ve bu faaliyetle ilgili sadece tahsil ve tediye işlemlerini yürütmek, acentesi olunan aracı kurum yatırım danışmanlığı yetki belgesine sahip ise bu faaliyet kapsamında aracı kurumdan gelen doküman ve bilgileri müşterilere açıklamak ve yatırım danışmanlığı faaliyetinin tanıtımını yapmak. (*Seri:V No:46 md. 24*)

3.12.3 Aracı Kurum İrtibat Büroları

İrtibat büroları, aracı kurumun ve aracı kurumun yetkili olduğu sermaye piyasası faaliyetlerinin tanıtımını yapmak amacıyla aracı kurumu temsil etmekle görevli hizmet birimleridir. İrtibat büroları sadece müşteri emirlerini aracı kuruma iletebilirler(*Salman,2006:21*).

3.12.4 Aracı Kurumların Yurt Dışındaki Merkez Dışı Örgütleri

Aracı kurumların yurt dışında da faaliyette bulunabileceği hükme bağlanmıştır (*Seri:V No:46 m.30*). Aracı kurumlar kuruldan izin almak şartı ile yurt dışında şube ve ya irtibat bürosu açmak, ilgili ülkenin yetkili otoritesinden faaliyet izni almış olan aracı kurumlar ile ve ya acentelik sözleşmesi yapmış buldukları bankaların yurt dışındaki şubeleri ile acentelik tesis etmek suretiyle örgütlenebilirler. Aracı kurumun yurt dışında herhangi bir borsaya üye olması için ise kuruldan izin alması gerekir. Bu durumda işlemler ilgili ülke mevzuatına uygun şekilde yapılır.

3.13 Sermaye Piyasası'nda Faaliyet Gösteren Aracı Kurumlar ve Bu Sektörde Yaygın Olarak Kullanılan Finansal Rasyolar

3.13.1 Sermaye Piyasası'nda Faaliyet Gösteren Aracı Kurumlar

Sermaye Piyasası'nda faaliyet gösteren aracı kurumlar tezimizin sonunda EK:2 kısmında yer verilmiştir(www.tspakb.org.tr,31.12.2007):

3.13.2 İlgili Sektörün Finansal Analizi ve Yaygın Olarak Kullanılan Finansal Rasyolar

Sektörün finansal tablolarının analizinde diğer işletmelerin tablolarının analizinde kullanılan tüm teknikler; karşılaştırmalı finansal tablolar analizi, yüzde analizi ve oran analizi teknikleri kullanılabilir. Sektörün finansal tablolarının analizinde,

bilançonun ve gelir tablosunun analize elverişli hale getirilmesi için bazı kalemler birleştirilir.

Finansal tablo analizinde şöyle bir süreç izlenebilir(*Takan,2002:154*):

- Denetim raporunun incelenmesi,
- Bankanın kullandığı muhasebe politikalarının analiz edilmesi,
- Dipnotlar ve destekleyici diğer tablolarla birlikte tüm finansal tabloların incelenmesi,
- Finansal tablolarda yer almayan diğer bilgilerin araştırılması,
- Yatay ve dikey analiz ile oran analizi gibi çeşitli analitik yöntemlerin uygulanması.

Yukarıda adı geçen birçok analiz tekniği olmasına karşın biz konumuz gereği, oran yani rasyo analizi ile ilgileneceğiz.

3.13.2.1 Rasyo (Oran) Analizi Tekniği ve Sektördeki Anlamı

3.13.2.1.1 Rasyo (Oran) Analizi Tekniği ve Kullanım Amaçları

Bir işletmenin finansal durumu ve faaliyet sonuçları incelenir ve değerlendirilirken, işletmenin finansal tablolarında görülen rakamlardan çok, bilanço ve gelir tablosunda yer alan kalemler arasındaki ilişkiler daha anlamlı olmakta, bu nedenle finansal analizde, oranlardan geniş ölçüde yararlanılmaktadır. Rasyo analizi, işletmenin finansal durumu ve faaliyet sonuçlarını, kendi içinde ve aynı veya farklı sektörden diğer işletmelerin sonuçlarıyla ya da sektör sonuçlarıyla karşılaştırarak incelenmesi amacıyla kullanılır. Bu amaçlarla yapılan finansal analiz sadece bir dönem için olabileceği gibi iki veya daha fazla dönem için de olabilir.

Rasyo analizi tekniğinin en büyük özelliği, incelenmek istenen tek bir konuda bile uygulanabilir olmasıdır. Bu nedenle rasyolar, finansal tabloların bünyesinde gizli

olarak var olan kalemler arasındaki her türlü ilişkinin ortaya çıkmasını sağlamakta ve böylece finansal tabloların daha kolay anlaşılmasına imkan vermektedir.

Diğer finansal analiz tekniklerine göre, rasyo analizinin önem kazanmasının nedenleri şunlardır(*Ceylan,2000:29*):

- Banka yöneticilerinin çabuk karar vermelerinde rasyo analizi önemli rol oynamaktadır,
- İşletme dışındaki kişiler açısından rasyoların ifade ettiği anlam, mutlak rakamlara göre daha yararlı ve karar vermeye daha elverişlidir,
- Rasyolar, işletmelerin büyüklük ve benzeri özelliklerini belli ölçüde ortadan kaldırdıklarından, işletmeler arası karşılaştırmalara olanak verirler.

Rasyolar, finansal tablo kalemleri arasındaki ilişkiyi göstermek için belirlenmiştir. Bu ilişkileri açıklayan tüm oranların hesaplanması anlamsız olacağı gibi, yalnız başına hesaplanan ve birbirleri ile ilişkisi bulunmayan birkaç rasyo da yetersizdir. Bu nedenle, birbiri ile ilişkisi bulunan bir grup oranın hesaplanması ve buna göre açıklamada bulunulması gerekir. Ayrıca, özel ve ya kamusal kuruluşlar tarafından bulunan o iş türü ile ilgili standart rasyolarla ve geçmiş yıllarda hesaplanan rasyolarla karşılaştırma yapmak finansal analizi anlamlı kılar. Bu nedenle, finansal oranları kullanmak için karşılaştırma yapacak standartlara ihtiyaç duyulur.

Rasyo analizi tekniğinde, finansal tablolardaki kalemler arasındaki anlamlı ilişkiler, birbirinin yüzdesi veya katı olarak belirtilmektedir. Bu teknikte, hesap veya hesap grupları arasında matematiksel ilişkiler kurmak yoluyla, işletmenin ekonomik ve finansal yapısı ile kârlılık ve çalışma durumu hakkında bir yargıya ulaşılmaya çalışılmaktadır. Bulunan rasyolar yalnız başlarına bir anlam ifade etmezler. Hesaplanan finansal rasyoların yorumlanması gerekir. Yapılacak yorumlarda,

standart oranlarla ve geçmiş yıl oranları ile yapılacak karşılaştırmalar sonucunda ortaya çıkarılan sapmaların nedenleri açıklanmalıdır(Akpınar,2006:34).

İşletmenin finansal durumunu değerlendirmede kullanılan rasyolar, iki sayısal değer arasındaki ilişkiyi gösteren bir analiz aracıdır. Finansal rasyolar, hem işletme yöneticilerine, işletme faaliyetlerinin planlanan hedeflere ulaşip ulaşmadığını denetlemek; hem işletme sahip ve hissedarlarına, kendi paylarındaki değer artış ve azalışlarını öğrenmek; hem de işletmeye kredi verecek kişi ve ya kuruluşlara, işletmenin borç ödeme yeteneğini saptamak açısından fayda getirmektedirler.

3.13.2.1.2 Sektörde Rasyo (Oran) Analizi ve Anlamı

SPK, aracı kurumlardan periyodik olarak düzenli bir şekilde finansal rasyo bilgisi istemediği gibi, SPK tarafından yayınlanan ve aracı kurumların uymakla yükümlü olduğu (finansal tablolarının hazırlanmasına baz teşkil eden) Seri 11 No: 25 sayılı tebliğde belirtilen, aracı kurumların SPK' ya göndermeleri gereken herhangi bir finansal rasyoya yer verilmemiştir. Ancak bu aracı kurumların düzenlemek zorunda olduğu finansal tablolar bu tebliğde detaylı bir şekilde açıklanmaktadır.

- a) Bilanço
- b) Gelir tablosu
- c) Öz sermaye değişim tablosu
- d) Nakit akım tablosu

Aracı kurumların raporlama yaptığı birimler, genel olarak İMKB, SPK, TSPAKB (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumları Birliği) , TCMB, TUIK gibi kurumlardır. Bu kurumlar aracı kurumlardan periyodik olarak bağımsız denetimden geçmiş ya da ara dönem bağımsız denetimden geçmemiş finansal tablolarını ve bunlara ilişkin dipnotlarını isterler. Bu finansal tablolar ve dipnotlar, Uluslar arası Muhasebe Standartları ile uyumlu olarak SPK ' nın yayınladığı Seri 11 No: 25 sayılı tebliğ göre oluşturulmuş olduklarından dolayı aracı kurumların açıklanan bu finansal tablolarında oranlara ilişkin ayrıca bir bildirimleri bulunmamaktadır.

Bununla birlikte dış kurumlara yapılan raporlamalarda kullanılmayan bu finansal oranlar genel olarak aracı kurumun bağlı bulunduğu holding, banka gibi oluşumların iç raporlamalarında daha çok kullanılmakta olup, karar verme mekanizmasında bulunan yöneticilerin alacakları kararlar üzerinde etkili olmaktadır.

Aracı kurumların finansal göstergeleri değerlendirilirken genel olarak kullanılan finansal rasyolar şunlardır :

3.13.2.1.2.1 Likidite Rasyoları

Likiditenin ölçütü olarak geniş bir biçimde kullanılan iki rasyo vardır. Bunlar Cari rasyo ve Hazır rasyosu” dur. Cari rasyo; dönen varlık toplamının, kısa vadeli borçlar toplamına bölünmesiyle bulunur.

3.13.2.1.2.1.1 Cari Oran: Bir birimlik kısa vadeli borcun, kaç birimlik dönen varlıkla karşılandığını göstermesi açısından sadece aracı kurumlar için değil, banka ve diğer kredi kurumları için de hayati öneme sahiptir. “Batı bankalarınınca, deneyimler sonucu, gayet genel bir kural olarak bu oranın 2 olmasının yeterli olduğu belirlenmiştir. Ne var ki; bu çok genel bir kural olup, analiz edilen işletmenin faaliyet gösterdiği endüstriye göre farklı oranlar yeterli kabul edilebilir”.

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Toplam Dönen Varlıklar}}{\text{Toplam Kısa Vadeli Borçlar}}$$

3.13.2.1.2.1.2 Hazır Oran: Sektör ortalamalarına göre yüksek bir rasyo, işletmenin nispeten likit durumda olduğunu gösterebilir. Bu oran, hemen nakde çevrilebilme gücüne sahip varlıklar içermektedir.

Bu oran şu şekilde formülize edilebilir:

$$\text{Hazır Oran} = \frac{\text{Hazır Değerler} + \text{Menkul Kıymetler}}{\text{Toplam Kısa Vadeli Borçlar}}$$

Bu rasyolar, işletmelerin eğilimlerini erken teşhis etmekte oldukça faydalıdır. Bu nedenle işletmeye düzeltici hareketleri uygulama ve izleme olanağı sağladıkları için değerli birer araçtır. Ayrıca kredi tahsis yöneticileri de bu oranları hesaplarken işletmenin Net İşletme Semayesine de bakar. Net İşletme Sermayesi, işletmenin dönen varlıklarının kısa vadeli borçlarla finanse edilmeyen kısmını ifade eder ve şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Net İşletme Sermayesi} = \text{Döner Varlıklar} - \text{Kısa Vadeli Borçlar}$$

Net İşletme Sermayesinin negatif bir değer olması, işletmenin kısa vadeli borçlarının dönen varlıklarından daha yüksek olduğunu ifade eder ki; bu, o işletmenin duran varlıklarının kısa vadeli borçlarla finanse edildiğini gösterir. Dolayısıyla net işletme sermayesinin negatif olması işletmenin likidite problemini gündeme getirir(Özerol,2002:93).

3.13.2.1.2.2 Kaldıraç Rasyoları

Kaldıraç rasyoları, işletmenin hangi ölçüde borca dayandığını ölçmektedir. Diğer bütün veriler eşit iken, yüksek bir kaldıraç rasyosu, daha riskli bir işletmeyi ifade eder. Çünkü işletmenin kazançları dalgalı olsa bile borç ödemeleri sabittir. Sonuç olarak, nakit akımı aşırı bir şekilde azalır, işletme borçlarını ödeyemez ve teknik anlamda güçlüğü düşer. Aşağıda finansal analiz yaparken en çok kullanılan kaldıraç rasyolarına değinilmiştir

3.13.2.1.2.2.1 Toplam Borçlar/Toplam Kaynaklar Oranı:

İşletmenin yatırımlarının finansmanında ne ölçüde borç kullandığını gösterir. Söz konusu oranın yüksek olması, işletmenin spekülatif (vurgunsal) tarzda finanse edildiğini, kreditorler açısından emniyet marjının dar olduğunu, işletmenin faiz ve ana para taksitlerini ödeyememe nedeniyle finansal yönden güç duruma düşme olasılığının yüksek olduğunu gösterir.

3.13.2.1.2.2.2 Öz sermaye / Toplam Kaynaklar Oranı:

İşletmenin kaynaklarının yüzde kaçının işletmenin sahipleri tarafından sağlandığını gösteren bir rasyodur. Öz sermaye rasyosu olarak da adlandırılan bu oran, özellikle uzun vadeli kredi kullandıran kreditorler için işletmenin finansal gücünü gösterir. Oranın genelde yüksek olması tercih edilir.

3.13.2.1.2.2.3 Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Borçlar Oranı

Toplam borç içinde kısa vadeli borcun payını dolayısıyla borçların risk yapısını göstermektedir. Kısa vadeli borçlar, şirketin cari faaliyetlerinin finansmanı gereksiniminden doğar. Dolayısıyla bu kaynakların dönen varlıklar için harcanması da esastır. Bu kaynakların duran varlıklar için harcanması ise, geriye bir dönüşü getirmeyeceği için kısa vadeli borç ödeme kabiliyetini düşürecektir. Net çalışma sermayesi, brüt çalışma sermayesi durumundaki duran varlıklardan kısa vadeli yabancı kaynakların çıkarılması ile bulunur. Doğal olarak kısa vadeli yabancı kaynakların bir net çalışma sermayesi sağlaması açısından, dönen varlıklardan küçük olması beklenir. Böylece işletmenin günlük faaliyetlerini sürdürebilmesi mümkündür

3.13.2.1.2.2.4 Uzun Vadeli Borçlar / Toplam Borçlar Oranı

Kısa Vadeli Borçlar/ Toplam Borçlar oranıyla toplamı 1'i verir. Şirket borçlanmalarının ne oranda uzun vadeli borçlanma içerdiğini gösterir.

Uzun vadeli borçlanmalarla şirketin cari faaliyetleri finanse edilmez."Vade uyumsuzluğu" da denen bu durum, işletmenin finansal durumunu sıkıntıya sokabilmektedir.Zira, uzun vadeli borçlar daha çok duran varlıkların finansmanında kullanılır.Alınışı itibariyle, yıllara bölünmüş ve anapara + faiz ödemeleri belli dönemlerde yapılan bu borçlanma türü, işletmenin duran varlık finansmanında kullanılır.

3.13.2.1.2.3 Devir Hızı (Etkinlik) Rasyoları

3.13.2.1.2.3.1 Aktif Devir Hızı Oranı

Önemli bir devir hızı oranı olan, toplam aktiflerin devir hızı oranı şu şekilde formulüze edilir:

$$\text{Aktif Devir Hızı} = \text{Net Satışlar} / \text{Toplam Aktifler}$$

Net satış tutarının, toplam aktiflere bölünmesiyle hesaplanan bu oran, bir şirkette sermaye yoğun teknoloji kullanımının bir göstergesi yada varlık kullanımının bir ölçüsü olarak yorumlanır. Bu oran büyük ölçüde, şirketin aktif yapısı içinde duran varlıkların görelî önemini yansıtır. Ayrıca şirketin aktif devir hızının yavaşlaması, söz konusu şirkette atıl kaynaklar bulunduğu konusunda ipuçları da verir.

3.13.2.1.2.3.2 Öz sermaye Devir Hızı Oranı

$$\text{ÖDH} = \text{Net Satışlar} / \text{Toplam Aktifler}$$

Öz Sermaye devir hızı, şirket yönetimin öz sermayeyi ne kadar efektif kullandığının bir göstergesidir. Dönemler arası öz sermayede aşırı farklılıklar (enflasyon etkisi) olduğu zamanlarda yıl sonu öz sermaye yerine ortalama öz sermayeyi almak daha anlamlı olacaktır.

Oranın yeterli olup olmadığı benzer şirketlerin oranlarıyla veya sektör/ endüstri ortalamasıyla karşılaştırıp bir fikir edinilebilir. Ayrıca dönemler arası kıyaslamalar yapılarak da eğilimi hakkında bir fikir edinilebilir.

Öz sermaye devir hızını incelerken dikkat edilmesi gereken bazı hususlar bulunmaktadır: Örneğin, oranın yüksek olmasının sebebi öz sermayenin etkin bir şekilde kullanımı yüzünden olabileceği gibi, öz sermayenin yetersiz (fazla yabancı kaynak kullanımı) oluşundan da olabilir. Kesin bir yargıya varabilmek için, firmanın finansal yapısı ile ilgili oranlarla birlikte değerlendirme yapmak gerekir. Öz sermaye

devir hızının düşüklüğünün firmanın öz sermaye kârlılığını da etkileyeceği göz ardı edilmemelidir.

Öz sermaye devir hızının düşüklüğü, atıl öz sermayenin varoluşundan dolayı ise, yöneticilerin öz sermayeyi azaltıcı (örneğin temettü dağıtarak) önlemler alması ve ya satılan ürün çeşitlerini artırıcı (satış hacmini artırıcı) önlemler alması tavsiye edilir. Öz sermaye devir hızının yüksekliğinin nedeni yetersiz öz sermaye ise likidite oranını yüksek tutucu politikalar tercih edilmelidir. Bu durumda alınabilecek diğer önlemler ise, öz sermayeyi arttırmak, satış hacmini azaltmak, mümkün olduğu kadar az stok tutmak, alacak tahsilinde etkin politikalar izlemektir. Ayrıca nakit çevirme oranının yüksek olması, düşük öz sermaye devir oranının sebebiyet verebileceği sakıncalı durumları ortadan kaldırabilir.

3.13.2.1.2.3.3 Duran Varlık Devir Hızı Oranı

Şirketin faaliyetlerini yürütebilmeleri için yaptıkları duran varlık yatırımları ile şirketle hangi ölçüde satış hacmi başarısını gösteren ve ölçen bir orandır. Bu oran olması gerekenden fazla yatırım yapıp yapılmadığını, atıl kapasitenin olup olmadığını gösterir. Oranın benzer firmalara göre düşük oluşu veya düşme eğiliminde oluşu, şirketin atıl kapasite ile çalıştığını gösterir. Yorumlanırken duran varlıkların değerlerinin gerçek değerlerini yansıtmadığı ve yapılmakta olan yatırımların duran varlık kaleminde yer aldığı göz önüne alınmalıdır. Şirketler arası karşılaştırma yaparken de leasing kullanan firmaların farklı değerlere sahip olacağı ise unutulmaması gereken bir noktadır. Kısaca DVDH olarak adlandırılır.

$$\boxed{\text{DVDHO} = \text{Net Satışlar} / \text{Toplam Duran Varlıklar}}$$

3.13.2.1.2.4 İşletme Kârlılığı ile İlgili Rasyolar

İşletmenin varlıklarını verimli kullanıp kullanmadığını, kaynaklarını kârlı kullanıp kullanmadığını, gerek ana faaliyetlerinde gerekse tüm faaliyetlerinde kârlı çalışılıp çalışılmadığını, kârlılığın işletme düzeyinde ve sektörde yeterli olup olmadığını belirten oranlardır.

3.13.2.1.2.4.1 Öz sermaye Kârlılık Oranı

Bu rasyo, işletmelerin öz sermayelerinin performansını ölçmektedir. Özellikle aynı sektörde faaliyet gösteren işletmeleri kıyaslarken bu rasyodan yararlanır. Eğer oran büyükse işletmenin iyi bir yatırım yaptığını ve giderlerini sıkı bir şekilde kontrol altında tuttuğu söylenebilir. Bu oran, işletme sahibi veya ortaklarının işletmeye sağlamış oldukları kaynaklarının verimli kullanılıp kullanılmadığının ölçülmesinde kullanılır. Oran, işletme sahipleri tarafından sağlanan kaynağın bir birimine düşen kâr payını gösterir.

$$\text{Öz sermaye Kârlılık Oranı} = \text{Net Kâr} / \text{Öz sermaye}$$

Ve ya

$$\text{Öz sermaye Kârlılık Oranı} = \text{Vergi Öncesi Kâr} / \text{Öz sermaye}$$

3.13.2.1.2.4.2 Aktif Kârlılık Oranı:

Bu oran, şirketin yaptığı tüm yatırımlara karşılık ne kadar kazandığını gösterir. Yani işletmenin yatırımlarından ne oranda getiri sağladığını ölçen bir rasyodur.

$$\text{Aktifler Kârlılık Oranı} = \text{Net Kâr} / \text{Aktif Toplamı}$$

3.13.2.1.2.4.3 Net Kâr Marjı Oranı:

Şirketin net kârının net satışı içindeki payını belirtir. Bu oranın yüksek olması genelde şirketin verimli olduğunu gösterir ancak şirketlerin stratejileri gereği bu

oranı düşük tuttuğu da görülebilir. Aslında bu oran şirketin pazarlama ve satış stratejisini de ifade edebilir.

Brüt kârdan, vergi ve faaliyet giderleri çıkarıldıktan sonra bulunan net kâr tutarının, net satışlara bölünmesiyle bulunan bu oran, şirketin yapmış olduğu satışların bir anlamda kâra ne oranda yansıdığıının işaretidir denebilir.

Net Kâr Marjı Oranı: Net Kâr / Net Satışlar

3.13.2.1.2.4.4 Brüt Kâr Marjı Oranı:

Bu oranla, yıllık cironun ne oranda brüt kâra dönüştüğü anlaşılabilir. Aynı zamanda bu oran, şirket faaliyetlerinin etkinliğinin bir ölçüsü olduğu kadar, aracı kurumlar için komisyon oranlarının fiyatlaması içinde bir göstergedir.

Bu oranın yüksek ya da düşük oluşu aslında bizi doğrudan sonuca götürmez. Çünkü şirketler, pazarlama ve satış stratejileri gereği, bu oranı yüksek ya da düşük tutabilir.

Brüt Kâr Marjı Oranı: Brüt Kâr Tutarı / Net Satış Tutarı

4. BÖLÜM

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. ve TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.'NİN FİNANSAL RASYO ANALİZLERİ VE YORUMU

Çalışmamız içerisinde finansal rasyolarla ilgili tanım ve formülleri, bunların ne ifade ettiklerini teorik olarak açıklamıştık. Bu konu başlığında ise çalışmamıza konu olan aracı kurumlardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin finansal tablolarından elde edilen verilerden hareketle uygulama ve yorumlara yer verilecektir.

Sadece banka kökenli aracı kurumlar üzerinde analiz yapmamızın nedeni, işlem hacimlerinin, banka kökenli olmayan aracı kurumlara göre yüksek oluşudur. Banka kökenli aracı kurumlar arasında adı geçen iki şirketin analizimize konu olmasının nedeni; İş Yatırım'ın vadeli işlemler piyasasında en çok işlem yapan aracı kurum, TEB Yatırım'ın ise vadeli işlemler piyasasında en az işlem hacmine sahip banka kökenli aracı kurum oluşudur.

Çalışmamıza konu olan aracı kurumların, vadeli işlem sözleşmelerine yapılan aracılık faaliyetlerinin bu şirketlerin finansal rakamlarına yansımaları 2005 yılı başından itibaren ortaya çıkmaktadır. Çünkü Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, 2005 yılı Şubat ayından itibaren fiilen devreye girmiştir.

Aşağıdaki tabloda İş Yatırım ve TEB Yatırım için, finansal tablolarından elde edilen verilere göre yapılmış, bir takım oran analizlerinin sonuçları ve bu oranların sektördeki ortalaması bulunmaktadır. Analizlerimiz, bu tablodaki sonuçlara göre yapılacaktır.

Tablo:4.1 İŞ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. İçin Oran Analizleri Sonuçları

ORANLAR	SEKTÖR *	İLGİLİ DÖNEMLER			
	ORTALAMALARI	2004	2005	2006	2007
Cari Oran	3.504	6,5818	3,3852	2,0008	1,4579
Hazır Oran	2.840	6,1591	2,6412	1,4451	1,1880
Aktif Devir Hızı	67,4	78,7439	78,6390	39,1548	24,1285
Özsermaye Devir Hızı	111	181,9578	208,9366	139,0847	121,3176
Duran Varlıklar Devir Hızı	397	996,4743	1162,9338	1091,9657	970,2355
Top.Borç/Top. Kaynaklar	0,3490	0,5672	0,6236	0,7185	0,8011
Özsermaye/Top.Kaynaklar	0,6510	0,4328	0,3764	0,2815	0,1989
KVB/Top.Borç	0,8890	0,9761	0,9930	0,9972	0,9988
UVB/Top.Borç	0,1110	0,0239	0,0070	0,0028	0,0012
Brüt Kâr Marjı	0,0400	0,0037	0,0026	0,0024	0,0031
Net Kâr Marjı	0,0100	0,0030	0,0009	0,0007	0,0011
Özsermaye Kârlılığı	0,0880	0,0515	0,1913	0,1031	0,1370
Özsermaye Kârlılığı (VÖK)	0,1340	0,1010	0,2459	0,1177	0,1707
Aktif Kârlılık Oranı	0,0670	0,0223	0,0720	0,0290	0,0272

Tablo:4.2 TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. İçin Oran Analizleri Sonuçları

ORANLAR	SEKTÖR *	İLGİLİ DÖNEMLER			
	ORTALAMALARI*	2004	2005	2006	2007
Cari Oran	3.504	15,7211	6,5284	2,3637	3,2823
Hazır Oran	2.840	13,0430	5,2891	1,2920	1,6658
Aktif Devir Hızı	67,4	4,8487	5,9409	8,6910	14,8856
Özsermaye Devir Hızı	111	5,2463	8,2264	17,1134	24,0182
Duran Varlıklar Devir Hızı	397	26,1599	71,6578	223,4810	366,0699
Top.Borç/Top. Kaynaklar	0.3490	0,0758	0,2778	0,4922	0,3802
Özsermaye/Top.Kaynaklar	0,6510	0,9242	0,7222	0,5078	0,6198
KVB/Top.Borç	0,8890	0,6838	0,9144	0,9783	0,9607
UVB/Top.Borç	0,1110	0,3162	0,0856	0,0217	0,0393
Brüt Kâr Marjı	0,0400	0,1250	0,1299	0,0633	0,0512
Net Kâr Marjı	0,0100	0,0841	0,0316	0,0160	0,0141
Özsermaye Kârlılığı	0,0880	0,0421	0,2598	0,2740	0,3378
Özsermaye Kârlılığı VÖK	0,1340	0,0715	0,4063	0,3631	0,4356
Aktif Kârlılık Oranı	0,0670	0,0389	0,1876	0,1392	0,2094

* www.tcmb.gov.tr

Oran Analizi Yardımıyla Tespit, Yorum ve Öneriler

4.1 Cari Oran

Bu oranın, şirketin dönen varlıklarıyla kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü gösterdiğini belirtmiştik. Bu oranın hesaplanmasında amaç, işletmenin kısa süreli borçlarını ödeme gücünü ölçmek ve net işletme sermayesinin yeterli olup olmadığını ortaya koymaktır. Dönen varlıklar ile kısa vadeli borçlar arasındaki olumlu farkı ifade eden net işletme sermayesi, sermayedarlar açısından bir emniyet yastığı niteliğinde olduğundan, dönen varlıkların kısa vadeli borçlara nispeten yüksek olması firmanın likiditesini arttıracaktır.

İlgili sektördeki ortalaması 3.504 olan bu oran, İş Yatırım açısından değerlendirildiğinde; vadeli işlem sözleşmelerinin işlem görmediği 2004 yılında 6.5818 olarak ölçülmüştür. Sektör ortalamasının bir hayli üzerinde olduğu görülen bu oran, vadeli işlemlerle beraber 2005 yılında, bir önceki yıla oranla yaklaşık olarak % 95 azalarak 3.3852' ye gerilemiştir. Daha sonrasında vadeli işlemlerin gelişimiyle beraber, 2006 yılı sonunda 2.0008 olarak hesaplanan bu oran, 2007 yılı sonunda 1.4579'a kadar gerilemiştir.

Bu verilerden hareketle İş Yatırım için vadeli işlemlerden önce sektör ortalamasının çok üstünde olarak ölçülen cari oran, vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber sektör ortalamasına ulaşmış ve daha sonra vadeli işlemlerin her dönem daha fazla gelişimiyle, 2006 ve 2007 yıllarında sektör ortalamasının dahi altına inmiştir.

2004 yılında 6.5818 olarak ölçülen bu orana bakıldığında, şirketin likidite durumunun kuvvetli olduğunu ortaya çıkarsa da bununla birlikte oranın aşırı yüksek oluşu, şirketin sahip olduğu fonları yeterli verimlilikte kullanmadığına da işaret eder. 2005 yılı sonunda sektör ortalamasına yakın bir seyir gösteren cari oran, 2006 ve 2007 yıllarında sektör ortalamasının daha da altına düşülmesiyle beraber likidite

problemi yaşanmasına olanak getireceği söylenebilir. Bunun için şirketin dönen varlıklarına daha fazla yatırım yapması gerektiği anlaşılabilir.

Uygulamamıza konu olan bir diğer şirket olan TEB Yatırım için cari oran analizini yapalım: Vadeli işlem sözleşmelerinin işlem görmediği 2004 yılı sonu itibariyle bu oran 15.7211 olarak ölçülmüştür. Sektör ortalamasının çok üzerinde olan bu oran, vadeli işlem sözleşmelerinin alınıp-satılmasıyla beraber 2005 yılında, bir önceki döneme göre yaklaşık 2.4 kat aşağısı olan 6.5284' e gerilemiş, sektör ortalamasına daha yakın bir yere ulaşmıştır. Daha sonra bu oran, vadeli işlemler piyasasının gelişimiyle, 2006 yılında 2.3637 ve 2007 yılında 3.2823 olarak gerçekleşmiştir.

Yine buradan hareketle vadeli işlemlerden önce sektör ortalamasının çok üzerinde bir cari orana sahip olan TEB Yatırım, vadeli işlemlerle beraber 2005 yılından başlayarak giderek daha fazla sektör ortalamasına yaklaşmış ve 2006 yılında sektör ortalamasının altına düşmüş, 2007 yılında ise dönen varlıklardaki artışla beraber sektör ortalamasına tekrar yaklaşmıştır.

Her iki aracı kurum açısından da olaya bakıldığında bu şirketlerin, vadeli işlemlere kadar sektör ortalamalarının çok üstünde bir cari orana sahip oldukları görülebilmektedir. Yani teorik olarak söz konusu şirketlerin kısa vadeli borçlarını ödemede güçlük çekmediği, işletme (çalışma) sermayesi ile kısa vadeli borçlarını rahatlıkla ödeyebilme gücüne sahip oldukları anlaşılmaktadır. Ancak, bu oranın sektör ortalamasının çok üstünde olmasının daha öncede belirtilen olumsuz yorumu da vardır. Bu sonuçlardan hareketle şirketlerin vadeli işlemlerden önce alternatif maliyetlere katlandığını, dönen varlık/ kısa vadeli borçlanma dengesini tutturamadığı anlaşılabilir.

Ancak, olaya vadeli işlemlerin devreye girdiği 2005 yılı ve daha sonraki dönemler açısından bakıldığında, her iki şirketinde cari oranlarında hissedilir bir düşüş gerçekleşmiştir.

2005 yılından itibaren aracı kurumlar, vadeli işlemlerle beraber, yeni müşterilere ulaşmış ve dolayısıyla kullandırmış oldukları kredilerdeki artışla beraber, yeni kaynak gereksinimini ortaya çıkarmıştır. Dolayısıyla aracı kurumlar bankalarla daha çok işbirliğine gitmek zorunda kalmıştır. Finansal tablolarındaki kısa vadeli borç kaleminin altında yer alan kalemlerden biri olan banka kredilerindeki artışın, yeni müşterilerle beraber ortaya çıkan kredi gereksinimi olduğunu ortaya koyabiliriz. Diğer yandan kısa vadeli borçların alt kalemlerden biri olan diğer finansal yükümlülükler de artışlar görmekteyiz. Diğer finansal borçlar, ağırlıklı olarak aracı kurumların müşterilerine yaptıkları repo işlemlerinden kaynaklanan yükümlülüklerini göstermektedir. Diğer bir deyişle, aracı kurumun kendi portföyündeki menkul kıymetlerle, müşterilerine yaptıkları repo işlemleridir. Müşteri repoları aynı zamanda kısa vadeli ticari borçlar kaleminin altında izlenebilmektedir. Fakat bu hesap altındaki repo işlemleri müşteriler adına repo piyasasında yapılan işlemleri yansıtmaktadır. Müşterilere olan borçlar, Takasbank' tan alınıp, müşteri hesabına geçecek olan tutarları ifade etmektedir. Özetle, kısa vadeli ticari yükümlülükler ağırlıklı olarak takas yükümlülüklerinden oluşmaktadır.

Vadeli işlemlerin ortaya çıkmasıyla ortaya çıkan kısa vadeli borçlar, şirketlerin cari oranını düşürmüştür.

4.2 Hazır Oran

Bu oran, hemen nakde çevrilebilme gücüne sahip varlıklar içermektedir. Burada da, şirketlerin hazır değerlerinin yanında önemli ölçüde menkul kıymet portföyü geliştirmiş olduğunu da bilmek gerekmektedir.

Sektör standardı, 2.84 olan hazır oranın İş Yatırım açısından analizi yapıldığında; vadeli işlemlerin henüz devreye girmediği 2004 yılında 6.1591 olarak ölçülen bu orana bakıldığında sektör ortalamasının çok üstünde seyrettiği anlaşılmaktadır.

Vadeli işlem sözleşmelerinin alınıp-satılmasıyla birlikte, 2005 yılı sonunda bir önceki yıla göre yaklaşık olarak 2.3 katlık bir düşüş göstererek, 2.6412 olarak ölçülen hazır oran, daha sonra vadeli işlem sözleşmelerinde ortaya çıkan gelişme ile birlikte 2006 yılında 1.4451'e , 2007 yılında ise 1.1880'e kadar gerilemiştir.

Bu verilerden hareketle İş Yatırım için vadeli işlemlerden önce sektör ortalamasının çok üstünde olarak ölçülen hazır oran, vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber sektör ortalamasına yakın bir rakama ulaşmış ve daha sonra vadeli işlemlerin her dönem daha fazla gelişimiyle, 2006 ve 2007 yıllarında sektör ortalamasının daha da altına inmiştir.

TEB Yatırım açısından hazır oranın analizinde ise; vadeli işlemlerden önce 2004 yılında 13.0430 olarak ölçülen ve sektör ortalamasının çok üstünde olan bu oran, vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber 2005 yılında bir önceki döneme göre yaklaşık olarak 2.5 kat aşağısı olan 5.2891'e ulaştığı söylenebilir. 2005 yılında, 2004 yılına göre sektör ortalamasına daha çok yaklaşılsa da, hâli hazırda yine yüksek bir rakamda olduğu söylenebilir. Ancak, vadeli işlemlerin giderek gelişmesiyle beraber, hazır oran 2006 yılında 1.2920'ye ve 2007 yılında 1.6658'e gerilemiştir.

Vadeli işlemlerden önce olan 2004 yılında hazır oranın, her iki şirket içinde sektör ortalamasının çok üstünde seyrettiği anlaşılabilmektedir. Dolayısıyla, bu dönemlerde şirketlerin alternatif maliyetlere katıldığı söylenebilmektedir. Bu dönemden itibaren şirketlerin hazır oranları, vadeli işlemlerin kısa vadeli borçlar üzerinde yarattığı arttırıcı etkiyle beraber bu oranlar azalmış hatta sektör ortalamasının bile altına düşmüş, 2006 ve 2007 yıllarında neredeyse her 1 YTL'lik kısa vadeli borca karşılık 1 YTL'lik hazır oran bulundurulduğu anlaşılmıştır. Kısa vadeli borçların bir önceki dönem göstergelerine göre artış göstermesi, hazır oranı sektör ortalamasına yaklaştırmış hatta bu oranın altına indirmiştir.

Sonuç olarak; VOB ile artan müşteri sayıları ve dolayısıyla bu aracı kurumların elinde bulundurduğu portföy tutarının artması, bu aracı kurumların repo

piyasasında daha çok faaliyet göstermesine neden olmuş, dolayısıyla kısa vadeli borçları arttırmış ve cari oran- hazır oranları düşüşe geçmiştir.

Her iki şirket içinde 2006 ve 2007 yıllarında hazır oranın sektör ortalamasının oldukça altında kalınması, şirketlerin hazır değerlerini arttırıcı tedbirler alınmasını gerekli kılmaktadır.

4.3 Aktif Devir Hızı Oranı

Net satış tutarının, toplam aktiflere bölünmesiyle hesaplanan bu rasyo, bir işletmede sermaye yoğun teknoloji kullanımının bir göstergesi ya da varlık kullanımındaki etkinliğin bir ölçüsü olarak yorumlanır. Ayrıca işletmede aktif devir hızının yavaşlaması, söz konusu işletmede atıl varlıklar bulunduğu konusunda ipuçları da verir.

ADH oranı, toplam varlıkların bir faaliyet dönemi içinde ne derece etkin kullanıldığını da ifade eder. Dolayısıyla bu oranın yüksek çıkması varlıkların, faaliyetler üstünde etkinliğini gösterir.

Aslında incelediğimiz sektörün tabiatı gereği likit değerlerle çalışan bir sektör oluşu itibariyle aktif yapısı %95'lere kadar ulaşan oranlarda dönen varlıklardan oluşmaktadır. Bu yüzden bu oran için yapılacak yorumlar da yukarıda analizleri yapılan cari oran ve hazır oranlarla paralellik arz edebilecektir.

Sektör ortalaması 67.4 olan ADH, İş Yatırım açısından analiz edildiğinde vadeli işlemlerin devrede olmadığı 2004 yılında 78.7439 olarak ölçülmüştür. Daha sonra vadeli işlemlerin alınıp-satılmaya başladığı 2005 yılından itibaren, yeni müşterilerin ortaya çıkması, bu piyasanın en önemli avantajı olan "1'e 10 kaldıraç kullanımı"nın da etkisiyle işlem hacimlerinin yani net satışların yükselmesine karşılık şirketin aktiflerine daha fazla yatırım yapmasından dolayı önceki döneme göre paralel bir seyir izlemiş, 78.6390 olarak ölçülmüştür. 2006 ve 2007 yıllarına bakıldığında ise sırasıyla bu oran 39.1548, 24.1285 olarak ölçülmüştür. Aslında bu

düşüşün nedeni, İş Yatırım için toplam aktiflerin özellikle dönen varlıkların hissedilir bir biçimde yükselmesinden kaynaklanmaktadır. Bu şirketin net satışları ve işlem hacmi artış gösterse de, toplam aktiflerin net satışlara oranla daha fazla büyümesiyle beraber bu oran 2006 ve 2007 yıllarında hayli düşmüştür.

ADH, TEB Yatırım için değerlendirildiğinde 2004 yılı sonunda 4.8487 olarak ölçülmüştür. Vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber, net satışlarda ortaya çıkan artışla beraber bu oran 2005 yılı sonunda 5.9409'a, 2006 yılı sonunda 8.6910'a, 2007 yılı sonunda ise 14.8856'ya kadar yükselmiştir.

Bu oranlar bize aktif devir hızı düşük olan TEB Yatırım'ın, şirketin gelecekteki kâr durumu, talebin gelecekteki gelişimine bağlı olduğundan belirsizlik arz eder. Bu nedenle aktif devir hızına bakıldığında bu şirket için bir risk göstergesi olarak da görülebilir. Bu yorumlara ek olarak sektör ortalamasının çok altında kalınması durumunu net satışların, toplam aktifleri gerektiğince taşıyamamasından kaynaklandığı söylenebilir.

4.4 Öz sermaye Devir Hızı Oranı

Öz sermaye devir hızı, şirket yönetimin öz sermayeyi ne kadar efektif kullandığının bir göstergesidir. Net satışların öz sermayeye oranıyla bulunan bu oranın sektördeki ortalaması ise 111 olarak ortaya konmuştur. Buradan hareketle İş Yatırım için bu oranı yorumlayalım:

ÖDH oranına, İş Yatırım açısından bakıldığında, şu şekilde karşımıza çıkmaktadır. Vadeli işlemlerden önce 2004 yılı sonunda 181.9578 olarak ölçülen bu oran, 2005 yılı sonunda 208.9366'ya yükselmiştir. Vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber, yeni müşterilerin ortaya çıkması, bu piyasanın en önemli avantajı olan "1'e 10 kaldıraç kullanımının" da etkisiyle işlem hacimlerinin yani net satışların yükselmesinin de etkisiyle bu oran son çeyrekte bir önceki çeyreğe göre, yaklaşık %15 oranda yükselerek 208.9366'ya kadar ulaşmıştır.

ÖDH oranına, 2006 yılı sonunda 139.0847, 2007 yılı sonunda ise 121.3176 olarak ölçülmüştür. Ancak daha sağlıklı bir yorum için vadeli işlemlerin devreye girdiği 2005 yılı ve bir önceki dönem olan 2004 yılı sonu itibariyle bu duruma baktığımızda, vadeli işlemlerin yarattığı işlem hacmi artışıyla beraber, İş Yatırım'ın öz sermaye devir hızı yükselmiştir. Tabi bunda öz sermayenin kayda değer bir artış göstermemesinin de etkisi olduğu söylenebilir.

2006 ve 2007 yılındaki bu orandaki düşüşün nedeni ise, şirketin, vadeli işlemlerle beraber artan net satışlarını dengelemek için yarattığı öz sermaye artışıdır.

Sektör ortalamasıyla kıyaslandığında vadeli işlemlerin ilk defa devreye girdiği 2005 yılında İş Yatırım'ın ÖDH oranı, sektör ortalamasının çok üstünde olduğu ancak daha sonraki süreçte öz sermayesini arttırarak, sektör ortalamasına yaklaştığı ve vadeli işlemlerle beraber ortaya çıkan net satışlardaki artışa karşılık, şirketin öz sermayesini biraz daha arttırması gereğini ortaya çıkarmıştır.

Duruma TEB Yatırım açısından bakıldığında; vadeli işlemlerin henüz alınıp-satılmadığı 2004 yılı sonu itibariyle 5.2463 olarak ölçülen ÖDH oranı, vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber, işlem hacimleri yani satış gelirlerindeki artışın etkisiyle, 2005 yılından itibaren 2006 ve 2007 yıllarında artış eğilimi göstermektedir. 2005 yılı sonunda 8.2264'ye yükselen bu oran, 2006 yılında 17.1134' e, 2007 yılında da 24.0182'ye kadar ulaşmıştır.

Bu oranlardan hareketle TEB Yatırım'ın öz sermaye devir hızının düşüklüğünün, şirketin öz sermaye karlılığını da etkileyeceği göz ardı edilmemelidir. Öz sermaye devir hızının düşüklüğü, atıl öz sermaye kullanımının işareti olduğundan, yöneticilerin öz sermayeyi azaltıcı, borçlanmayı artırıcı önlemler alması gerekmektedir. Bununla birlikte vadeli işlem piyasalarının daha da gelişeceği hesap edilecek olursa işlem hacimlerinin daha da artmasıyla beraber, TEB Yatırım'ın ÖDH oranının yükseleceği beklenebilir.

4.5 Duran Varlıklar Devir Hızı Oranı

Duran varlıklar devir hızı oranı, işletmenin duran varlıklarının verimliliğini ölçmede kullanılır. Bu oran, aynı zamanda işletme (çalışma) sermayesi kullanımındaki etkinliğin derecesini de ortaya koyar. Çünkü çalışmamıza konu olan faaliyet alanının yapısı itibariyle şirketler, toplam aktiflerinin içindeki duran varlıkların düzeyinin, dönen varlık düzeyine göre oldukça düşük tutmak zorundadır.

Duran varlıklara gelindiğinde, en önemli duran varlık hesap kaleminin finansal varlıklar olduğu görülmektedir. Finansal duran varlıkların en önemli alt kalemini, iştirakler ve bağlı ortaklıklar oluşturmaktadır. İştirakler ve bağlı ortaklıklarla ilgili Sermaye Piyasası Kanunu'nda ciddi kısıtlamaların bulunması aslında bu kaleme olası büyük artışların önüne geçmiştir.

Sektör ortalaması 397 olan DVDH oranı, ilgili İş Yatırım için ölçüldüğünde karşımıza şu sonuçlar ortaya çıkmaktadır:

Vadeli işlemlerden önce 2004 yılı sonu itibariyle 996.4743 olarak hesaplanan DVDH oranı, vadeli işlemlerin devreye girdiği 2005 yılında net satışlardaki artıştan ötürü %100'e varan bir artışla 1162.9338'e ulaşmıştır. İş Yatırım'ın DVDH oranı, 2006 ve 2007 yıllarında sırasıyla 1091.9657 ve 970.2355 olarak ölçülmüştür. Aslında bu oranlar, şirketin artan işlem hacimlerine karşılık arttırdığı duran varlık yatırımlarından kaynaklanmaktadır. Duran varlıkların sabit olması varsayımıyla, işlem hacimlerinin artışı bu oranı daha da yükseltecektir.

Bu ölçümlere göre, yinede İş Yatırım'ın duran varlıklarını, kapasitelerinin üzerinde kullandığı anlaşılmaktadır. Bunun için duran varlık devir hızını sektör ortalamalarına indirmenin yolunun, yeni duran varlık yatırımlarına girişilmesi gerektiğinden geçtiği anlaşılmaktadır. Vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber, İş Yatırım'ın yeni duran varlık yatırımı yapması gereklidir.

TEB Yatırım için yapılacak analiz için öncelikle dönemler itibariyle verileri ortaya koymalıyız. Yapılan analizler sonucunda vadeli işlemlerden önce 2004 yılında 26.1599 olarak ölçülen DVDH oranı, vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber yeni müşterilerin ortaya çıkmasını sağlamış, bu piyasanın en önemli avantajı olan “1’e 10 kaldıraç kullanımının” da etkisiyle işlem hacimlerinin yani net satışların yükselmesiyle birlikte 2005 yılı sonunda bir önceki döneme göre 2 kattan fazla yükselerek 71.6578’e ulaşmıştır.

2006 ve 2007 yıllarında ise bu oran, sırasıyla 223.4810’a ve 366.0699’ya yükselmiştir. Buradan hareketle bu oranların artışını yükselen işlem hacimleri olarak tespit edebiliriz.

Vadeli işlemlerin devreye girmesine kadar olan süreçte TEB Yatırım için, duran varlıklara gereğinden fazla yatırım yaptığı ve varlık kullanımında atıl kapasiteye sahip olduğu anlaşılırken, 2006 ve 2007 yıllarında ise sektör ortalamasını yakaladığı ve duran varlıkların toplam varlıklar içinde daha etkin kullanıldığı görülebilmektedir. Ancak 2006 ve 2007 yılında sektör ortalamasının çok üstüne çıkılması, yeni duran varlık yatırımını gerekli kılmaktadır.

4.6 Toplam Borç/Toplam Kaynaklar Oranı

Bu oran, sermaye yapısıyla ilgilidir. Sektör ortalaması 0.3490 olan bu oran, toplam kaynaklar içerisindeki toplam borç tutarını ölçmeye yarar. Bu analiz yapılırken “ana ortalık dışı paylar” yapısı gereği uzun vadeli borç olarak düşünülüp, toplam borç tutarına eklenmiştir.

İş Yatırım için 2005 yılı için bu orana bakıldığında, vadeli işlemlerin işlem görmediği 2004 yılı sonunda 0.5672 olarak ölçülen bu oran, vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber bir önceki yıla göre yaklaşık %10’luk bir artış göstererek, 0.6236 olarak ölçülmüştür.

Vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber, 2005 yılı sonunda 0.6236 olarak hesaplanan bu oran, 2006 yılında 0.7185'e ve 2007 yılında 0.8011'e kadar yükselmiştir. Bu sonuçlara bakıldığında, cari oran ve hazır oran uygulamalarımızda yapmış olduğumuz, "vadeli işlemlerin kısa vadeli borçlar üzerindeki arttırıcı etkisi" yorumunun doğrulandığı sonucu anlaşılmaktadır.

Ancak, sektör ortalamasının çok üzerinde olan bu oranın, olumsuz yönleri de vardır. Bu borçlanmadaki artış nedeniyle, yabancı kaynak ağırlıklı bir sermaye yapısı izlendiği, borcun finansal kaldıraç etkisinden yararlanıldığı gözlemlenmekte ise de borç oranının yüksekliği nedeniyle finansal riskin de arttığı ifade edilebilmektedir.

Bir yandan borçlanmanın avantajları hissedilirken, diğer yandan da ortaya çıkan bir finansal riskten söz etmeliyiz. Özellikle kısa vadeli borçların, toplam borçlar içinde ağırlıklı bir rol üstlenmesinden dolayı, bu oran yükselmiştir. İş Yatırım, vadeli işlemlerle beraber artış gösteren borçlanma oranlarını, azaltıcı tedbirlerde bulunmalıdır.

TEB Yatırım için bu oran yorumlandığında, vadeli işlemlerin henüz devreye girmediği 2004 yılı sonunda 0.0758 olarak hesaplanan bu oran, vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber 2005 yılı sonunda bir önceki döneme göre yaklaşık 3 kat artarak 0.2778'e yükselmiştir. Bu dönemlerde bu oranın, sektör ortalamasının altında seyretmiş olduğu görülse de, 2005 yılında bu ortalamaya yakın oluşu, toplam borçlanma için sektör ortalamasına paralel olduğu sonucunu ortaya çıkarır.

Dolayısıyla 2004 yılında, şirket finansal yapısında yabancı kaynağa, sektör ortalamasının altında olacak şekilde yer verilirken, vadeli işlemlerin devreye girmesiyle 2005 yılında 0.2778'e ve daha sonrasında 2006 yılında 0.4922'ye, 2007 yılında 0.3802' ye yükselerek sektör ortalaması yakalanmış, hatta üstüne çıkmıştır.

Vadeli işlemlerle beraber artan müşteri sayısı ve şirketlerin müşterileri adına hesaplarında bulundurdıkları portföy tutarları, aracı kurumların repo piyasasında daha fazla faaliyet göstermesine neden olmuş, dolayısıyla kısa vadeli

yükümlülüklerin artmasında etkin bir rol oynamıştır. Diğer bir deyişle aracı kurumların repo faaliyetlerinde daha fazla bulunmasıyla birlikte, aracı kurumların muhasebesinde müşterilerine olan borçlarını arttırmış yani aracı kurumların Takasbank'a olan borçlarında artış eğilimi göstermesine neden olmuştur.

4.7 Öz sermaye / Toplam Kaynaklar Oranı

Bir önceki analizimiz, Toplam Borç / Toplam Kaynaklar oranıydı. Şüphesiz, bu iki oran birbirini tamamlayıcı niteliktedir. Toplam Borç / Toplam Kaynak oranıyla, Öz sermaye / Toplam Kaynaklar oranının toplamı bize daima 1' i verecektir.

Sermaye yapısının borçlar ve öz kaynaktan oluştuğu düşünülürse, bu iki oranın birbirlerini 1'e tamamlamaları gerekmektedir. Zaten bu oranın, çalışmamıza konu olan şirketler için ortaya çıkan sonuçları birbirlerine paralellik arz etmektedir. Bu oranın sektör ortalaması ise 0.6510 olarak karşımıza çıkmaktadır.

İş Yatırım açısından bu oranı yorumlarsak; vadeli işlemlerin henüz işlem görmediği 2004 yılı sonunda 0.4328 olarak ölçülen bu oran, daha sonra vadeli işlemlerin devreye girmesiyle birlikte 2005 yılı sonunda bir önceki dönem göre yaklaşık olarak %18 oranında azalarak, 0.3764'ye gerilemiştir. Vadeli işlemlerin gelişimiyle beraber bu oran, 2006 yılında 0.2815'e ve nihayet 2007 yılında 0.1989'a kadar gerilemiştir.

Duruma bir de TEB Yatırım açısından bu orana bakıldığında, vadeli işlemlerin devrede olmadığı 2004 yılında 0.9242 olarak ölçülen bu oran, vadeli işlemlerle birlikte 2005 yılı sonunda 0.7222'ye gerilemiştir. Vadeli işlemlerin devreye girmesiyle birlikte kısa vadeli borçların artması, sermaye yapısını borçlanmanın lehine değiştirmiştir. Zaten bu oranın 2005 yılı sonunda 0.7222' ye düştüğü, ardından 2006 yılında 0.5078'e ve 2007 yılında 0.6198' e kadar öz sermayenin finansal yapı içindeki ağırlığının düştüğü gözlemlenmektedir.

Vadeli işlemlerin devreye girmesiyle artan müşteri sayısı ve aracı kurumların müşterileri adına elinde bulundurduğu portföy tutarlarının repolarının, aracı kurumların bilançosunda ticari borçlar olarak kısa vadeli borçların altında gösterilmesinden ötürü, sermaye yapısı borçlanmadan yana artış göstermiş, dolayısıyla öz sermaye açısından da düşüş göstermiştir. Yani kısa vadeli borçlanmadaki artış, toplam borcun artışına neden olurken, toplam borcun artışı ise öz sermayenin azalmasına neden olmuştur.

Ancak son dönemde sektör ortalamasının altında bir Öz sermaye/ Toplam Kaynaklar oranına sahip olunuşu şirketin finansal bir risk altında olduğu sonucunu ortaya çıkarabilir. Borçlanmadan dolayı elde edilen kaldıraç etkisine karşın, şirketin bu denli borçlanma içine girmiş olması da sağlıklı bir finansal yapının oluşturulmasına engeldir. Bunun için şirket, öz sermayeyi arttırıcı tedbirler alması gerekmektedir. TEB Yatırım, dönem karını öz sermayesine eklemek suretiyle, toplam kaynak kullanımındaki borçlanma oranını düşürüp, daha sağlam bir finansal yapıya sahip olabilecektir. Böylece şirketin kredi notu artabilir, borçlanmadan dolayı hissedilen finansal riskin minimize edilmesi sağlanabilir.

4.8 Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Borçlar Oranı

Kısa vadeli borçlar, şirketin finansal ve diğer borçlanmaları nedeniyle doğar. Dolayısıyla bu kaynakların dönen varlıklar için harcanması da esastır. Bu kaynakların duran varlıklar için harcanması ise, geriye bir dönüşü getirmeyeceği için kısa vadeli borç ödeme kabiliyetini düşürecektir. Net çalışma sermayesi, brüt çalışma sermaye durumundaki duran varlıklardan kısa vadeli yabancı kaynakların çıkarılması ile bulunur. Doğal olarak, kısa vadeli yabancı kaynakların bir net çalışma sermayesi sağlaması açısından, dönen varlıklardan küçük olması beklenir. Böylece, işletmenin günlük faaliyetlerini sürdürebilmesi mümkündür denilebilir

Çalışmamıza konu olan sektörün, likit değerlerle çalışması, dönen varlık ağırlıklı bir varlık yapısına sahip oluşu ve bunların finansmanının ancak kısa vadeli borçlanmalarla ve likit kaynaklarla yapılmasını gerekli kılar.

Yani şirketlerin finansal yapıları içerisinde borçlanma kalemlerinin içinde büyük bir oranda kısa vadeli borçlanmaların olması gerekmektedir Aksi takdirde, kaynakların varlıklara tahsisinde ödeme sorunlarıyla karşılaşılır ve şirket cari faaliyetlerini yürütemez hale gelebilmektedir.

İşte bu yüzden bu oranın sektördeki ortalaması, 0.8890 olarak karşımıza çıkmaktadır. Yani bu sektörde şirketlerin borçlanma kaleminin % 88.9'unu kısa vadeli borçlanmalar oluşturmaktadır. Aslında bu anlamda da, bu sektörde diğer finans sektörü kurumları (örneğin bankacılık) gibi dönen varlıklara ve dolayısıyla da kısa vadeli borçlanmalara ağırlık verilmektedir.

Duruma İş Yatırım açısından bakıldığında, vadeli işlemlerin henüz devreye girmediği 2004 yılı sonunda 0.9761 olarak ölçülen bu oran, vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber zaten sektör ortalamasının çok üstünde oluşan bu oranın daha da yükselmesine neden olmuş ve bunların sonuçları da 2005 yılı sonunda 0.9930'a yükselmiştir. Daha sonra vadeli işlemlerin gelişimiyle beraber bu oran, 2006 yılında 0.9972 ve nihayet 2007 yılında 0.9988 olarak karşımıza çıkmaktadır.

Şirketin bu kadar fazla kısa vadeli borçlanmaya gitmiş olması, beraberinde olumsuzlukları doğurmakta ve şirketin net satışlarını, kârlılık durumunu dahi etkileyebilecek duruma gelip neredeyse iflas riskiyle karşı karşıya gelinebileceği yorumlarına neden olabilmektedir. Özellikle 2007 yılına bakıldığında şirket borçlanmalarının % 99.88' lik bir kısmı kısa vadeli yabancı kaynaklardan oluşması durumu daha açık bir şekilde ortaya koyabilecektir. Yani neredeyse her 1 YTL' lik borçlanmanın, 1 YTL' si kısa vadeli yabancı kaynak borçlanmaları oluşturmaktadır.

Şimdi bu durumu TEB Yatırım açısından inceleyelim:

Vadeli işlemlerin henüz devrede olmadığı 2004 yılında 0.6838 olarak ölçülen ve sektör ortalamasının bir hayli altında olan bu oran, daha sonra vadeli işlemlerin işlem görmesiyle beraber 2005 yılı sonunda sektör ortalamasını yakalayarak hatta

üstüne çıkararak 0.9144 olarak hesaplanmıştır. Yani TEB Yatırım, toplam borçlanma tutarında 2004 yılında sektör ortalamasına göre, kısa vadeli borçlanmalarına daha az, uzun vadeli borçlanmalarının ise daha fazla yer verdiği görülmektedir. Buradan hareketle TEB Yatırım'ın 2004 vadeli işlemlerden önce likidite problemiyle karşı karşıya kaldığı, dönen varlıkların finansmanında sıkıntılar yaşadığı anlaşılmaktadır. Bu oranın, 2004 yılında sektör ortalamasının altında olması nedeniyle şirketlerin varlık finansmanında efektif olamadığı anlaşılmaktadır.

Vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber, daha öncede belirttiğimiz gibi, aracı kurumların repo piyasasında daha fazla boy göstermesi ve dolayısıyla kısa vadeli borçlanmalarındaki görünür bir atışla, bu oranlarını 2005 yılından itibaren 2006 ve 2007 yıllarında yükseltmeyi başarmıştır.

TEB Yatırım için 2005 yılında 0.9144' e yükselen bu oran, 2006 yılında 0.9783' lere kadar çıkmış ve 2007 yılında 0.9607'ye ulaşmıştır. Bu gözle görülür artışla beraber 2004 yılından itibaren, sektör ortalaması yakalanmış ve hatta üstüne çıkmıştır.

Şüphesiz bu oran için, sektör ortalaması olan 0.8890' ın çok üstüne çıkılması da belli başlı problemleri ortaya çıkarmaktadır. Şirketin neredeyse uzun vadeli borçlanmaya gitmemiş olması, şirketin kısa vadeli borçlanmalarında doğabilecek ödeme riskini, faiz yükünü ortaya çıkarması, kullandığı kredilerde azalışa yol açması ve dolayısıyla da kredi kullanımından sağlayabileceği faiz gelirlerinin ve işlem hacimlerinin düşmesini ortaya çıkarabilecektir.

4.9 Uzun Vadeli Borçlar / Toplam Borç Oranı

İncelemiş olduğumuz sektör itibariyle daha önce de belirttiğimiz üzere, likit değerle çalışan bir yapıya sahip olunuşundan ötürü duran varlıkların toplam varlıklar içindeki payı oldukça düşük kalmaktadır.

Bir önceki analizimizde Kısa Vadeli Borçlar / Toplam Borç oranından bahsetmiştik. Şu an inceleyeceğimiz Uzun Vadeli Borçlar / Toplam Borç oranı, bir önceki analizimizle birbirlerini tamamlar niteliktedir. Zaten bu iki oranın toplamının da 1 olması gereklidir.

İşte bu bağlamda bu oranda yapılacak yorumlar, önceki oran analizimizde yaptığımız yorumlarla birlikte birbirlerini anlamlandırıcı hale getirmektedir. Sektörün likit bir yapıya sahip oluşu ve dönen varlıkların, varlıklar içinde ağırlıklı bir paya sahip oluşu, uzun vadeli borçlanmaları geri planda bırakmaktadır. Aksi takdirde bu oranın yüksek oluşu likidite sıkışıklığına neden olabilmekte ve bu sıkışıklıkla birlikte dönen varlıkların finanse edilmesinde etkiniteden uzaklaşılacaktır.

Şimdi bu açıklamalardan sonra duruma İş Yatırım açısından bakalım:

İş Yatırım için bu oran, vadeli işlemlerin henüz devreye girmediği 2004 yılı sonunda 0.0239 olarak ölçülmüş ve daha sonra vadeli işlemlerle beraber 2005 yılında 0.0070 olarak ölçülmüştür. Vadeli işlemlerin daha önceden de sıklıkla bahsedilen etkisiyle bu oran, 2006 yılında 0.0028'e ve nihayet 2007 yılında 0.0012'ye kadar gerilemiştir. İş Yatırım'ın, uzun vadeli yabancı kaynak kullanımının neredeyse sıfır düzeyine geldiğinden, Kısa Vadeli Borçlar/ Toplam Borçlar oranındaki belirttiğimiz muhtemel sıkıntıları da yaşayabileceği söylenebilir.

TEB Yatırım açısından duruma bakalım:

Vadeli işlemlerin henüz devreye girmediği 2004 yılı sonunda 0.3162 olarak ölçülen bu oran, vadeli işlemlerle birlikte 2005 yılı sonunda 0.0856 olarak ölçülmüştür. Bu dönemlerde 0.0690 olan sektör ortalamasının üstünde seyreden bu oran, ilgili dönemlerde likidite sıkışıklığına yol açtığı anlaşılmaktadır. Pasiflerin yönetiminde olumsuzluklar olduğu ve varlıkların finansmanında cari faaliyetlerin finanse edilmekte zorlanılacağı görülmektedir.

TEB Yatırım için bu oran, vadeli işlemlerin devreye girmesiyle 2005 yılı sonunda 0.0856'ya, 2006 yılında 0.0217' ye ve son olarak 2007 yılında 0.0393' e gerilemiştir. Bu dönemlerde sektör ortalamasına daha da yaklaşılsa da, bu seferde uzun vadeli borçların ortalamanın aşağısında oluşuyla, şirketin kredi kullandırmada sorunlarla karşılaşacağı ve dolayısıyla kredi kullandırmada elde edebileceği muhtemel faiz gelirlerinden ve dahası kredili alım-satım yapan müşterilerin işlem hacimlerindeki düşüşü de şirketin kârlılığına direkt olarak etki edecektir.

Her iki şirket içinde toplam borçlanmalarında, sektör ortalamasının çok üstünde yer alacak şekilde kısa vadeli borçlanmaya yer verdiği ve likidite problemiyle karşı karşıya kalabileceği söylenebilir. Bunun için gerek İş Yatırım gerekse de TEB Yatırım, toplam borçlanma kaleminin altındaki uzun vadeli borçlanmalarını arttırıcı tedbirler alması gerektiği söylenebilir. Vadeli işlemlerin daha da gelişeceği ve dolayısıyla kısa vadeli borç tutarının daha da artacağı düşünülürse, bu oranın dengelenmesinde tek yol uzun vadeli borçlanmaları tutarlarının arttırılması olduğu söylenebilir.

4.10 Brüt Kâr Marjı Oranı

Bu oranla, yıllık cironun ne oranda brüt kâra dönüştüğü anlaşılabilir. Aynı zamanda bu oran, şirket faaliyetlerinin etkinliğinin bir ölçüsü olduğu kadar, aracı kurumlar için komisyon oranlarının fiyatlaması içinde bir göstergedir.

Çalışmamıza konu olan aracı kurumlarda bu oran düşünüldüğünde, yapmış oldukları toplam işlem hacmi üzerinden aldıkları komisyon oranları bu oranın şekillenmesinde büyük rol oynamaktadır. Bunun yanında aracı kurumların gelir kaleminin altında alım-satım kâr / zararları ve diğer ana faaliyet gelirleri olduğu görülmektedir. Ancak asıl gelir kaleminin komisyon gelirleri olduğunu söylemekle birlikte kredi kullandırmadan dolayı elde ettiği gelirlerde önemli rol oynamaktadır. Bu oranın sektör ortalaması ise 0.04 olarak karşımıza çıkmaktadır. Şüphesiz işlem hacimleri yüksek olan aracı kurumların elde ettiği komisyon oranı ve elde ettiği faiz gelirleri düşük olmakta ve bu anlamda rekabet üstünlüğüne de sahip olabilmektedir.

Bu açıklamalardan sonra olaya İş Yatırım açısından bakalım:

İş Yatırım'ın brüt kâr marjı oranı, vadeli işlemlerden önce 2004 yılı sonunda 0.0037 olarak ölçülmüştür. Vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber bu oran artan net satışlarla birlikte, 2005 yılının sonunda 0.0026'ya gerilemiştir. Daha sonra 2006 yılında 0.0024'e kadar gerileyen bu oran, 2007 yılında ise 0.0031 olarak gerçekleşmiştir. Buradan İş Yatırım'ın brüt kâr marjının, sektör ortalamasının altında kaldığı görülmektedir. Bu oranın analizinin başlangıcında belirtildiği üzere de işlem hacimleri yüksek olan İş Yatırım gibi şirketlerde bu oran zaten düşük olmakta ve rekabet avantajı bu noktadan elde edilmektedir.

Brüt kâr marjı oranına TEB Yatırım açısından bakıldığında, vadeli işlemlerden önce 2004 yılı sonunda 0.1250 olan bu oran, 2005 yılında 0.1299 olarak ölçülmüştür. Vadeli işlemlerin gelişmesiyle birlikte artan satışların, bu oranı düşürmesiyle oran, 2006 yılında 0.0633, 2007 yılında ise 0,0512'ye gerilemiştir. Bu sonuçlara bakıldığında TEB Yatırım için sektör ortalamasının üstünde bir oran tutturulmuş olup, bu açıdan başarılı kabul edilebilmektedir. Ancak bu oranın yüksek oluşu da rekabetin yoğun olduğu bu sektörde rekabet avantajı yitirilmesine neden olabilmektedir. Vadeli işlemlerinde devreye girmesiyle birlikte artan finansal enstrüman ve aracı kurum sayısı, komisyon oranlarının ve kullanılan kredinin faizlerinin düşürülmesine neden olmuştur. Her ne kadar işlem hacimleri artmış, toplam komisyon ve kredi gelirleri tutarları artmışsa da, oran bazında bakıldığında düşüşe neden olmuştur. Vadeli işlemler piyasasının en önemli özelliği olan "1'e 10' kaldıraç oranı kullanımıyla" beraber, aracı kurumların komisyon gelirleri bir hayli artmıştır. Örneğin, 600 YTL' lik bir teminatla bu piyasada 6000 YTL'lik bir pozisyon alınmasıyla beraber, komisyon da bu 6000 YTL üzerinden tahsil edilmektedir. Bunun için bu piyasadaki komisyon oranları, özetle spot piyasadaki alım- satım komisyonu oranlarından çok daha düşük olduğundan dolayı, oransal olarak brüt kâr marjının düşeceği söylenebilir.

İşte yukarıda belirtilen nedenden ötürü vadeli işlemler şirketin brüt kâr marjı üzerinde azaltıcı bir etkide bulunmuştur. Ancak yinede söylememiz gereken ayrıntı ise bu oranın düşüşüne karşılık, daha sonra ölçülecek olan, toplam gelirler ve karlar üzerinde arttırıcı bir etkisi olmuştur.

4.11 Net Kâr Marjı Oranı

Bu oran da yukarıda incelemiş olduğumuz brüt kâr marjı oranıyla paralellik göstermektedir. Bir önceki oranın hesaplanmasına esas teşkil eden veri şirketin brüt kâr tutarıken, bu oranın incelenmesine esas teşkil eden veri, net kârdır. Brüt kârdan, vergi ve faaliyet giderleri çıkarıldıktan sonra bulunan net kâr tutarının, net satışlara bölünmesiyle bulunan bu oran içinde yukarıda yapmış olduğumuz yorumlarla tutarlı bir yorum yapmalıyız.

Şirketin net kârının net satışı içindeki payını belirten bu oran, yüksek olan şirketlerin verimli olduğunu gösterirse de, daha öncede belirttiğimiz nedenlerden ötürü büyük işlem hacimlerine sahip olan aracı kurumlar, bu oranı satış ve pazarlama stratejileri gereği düşük tutma tercihinde bulunabilmektedir. Sektörün bir imalat sektörü gibi olmamasından dolayı bu oranlar oldukça düşük olarak karşımıza çıkmakta ve hatta bu oranlar bindeler ile ifade edilebilecek kadar da düşük olabilmektedir. İşte bu yüzden salt bu orana bakarak, şirket verimliliği hakkında yorum yapmak sağlıklı olmayacaktır. Zira İş Yatırım gibi şirketler, yüksek işlem hacmi yapan müşterilerine karşı işlem komisyonu ve kredi faiz oranlarını oldukça düşük tutabilmektedir. Sektör ortalaması 0.01 olan bu oranın uygulaması ve yorumunu şu şekilde yapmak gerekmektedir:

İş Yatırım açısından bu oran incelendiğinde, vadeli işlemlerin henüz devreye girmediği 2004 yılı sonunda 0.0030 olarak ölçülürken, vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber 2005 yılı sonunda 0.0009' a gerilemiştir. Bu oran artan vadeli işlem hacimleriyle beraber İş Yatırım'ın net kâr marjı oranını 2006 yılında 0.0007'ye geriletmiştir. Daha sonrasında bu oran, 2007 yılında 0.0011 olarak hesaplanmıştır. 2006 yılının net kâr marjı oranına bakıldığında artan vadeli işlemler hacmiyle birlikte

önceki yıla göre oldukça azalmışsa da, 2007 yılında neredeyse 2 kat artan diğer faaliyetlerden gelir ve karlar kaleminden ötürü bu oran yüksek gözükmektedir.

Sektör ortalamasının bir hayli altında net kâr marjı oranıyla çalışması, İş Yatırım için olumsuz bir yoruma neden olabileceksede, daha önceden de bahsedildiği üzere, bunun bir şirket pazarlama- satış stratejisi olmasından dolayı, bu durum makul görülebilecektir.

TEB Yatırım açısından bu oranın analizi yapıldığında şu sonuçlarla karşı karşıya gelinecektir:

Vadeli işlemlerin henüz devreye girmediği 2004 yılı sonunda bu oran 0.0841 olarak ölçülürken, vadeli işlemlerin devreye girmesiyle birlikte artan net satışlar sonucunda, 2005 yılında 0.0316'ya gerilemiştir. Vadeli işlemlerin gelişimiyle birlikte bu oran, daha sonra 2006 yılında 0.0160' a ve 2007 yılı sonunda ise 0.0141'e gerilemiştir.

Bu duruma karşılık yinede vadeli işlemlerin, işlem hacmini arttırdığını, dolayısıyla aracı kurumların gelirlerini arttırdıklarını söyleyebilmekle birlikte, daha öncede belirtildiği nedenden ötürü komisyon oranlarının düşük tutulması, bu oranı genellikle aşağıda tutacaktır. Tutar açısından bakıldığında kârlar büyüse de, oran açısından bakıldığında karlılık oranları düşüş eğiliminde görülmektedir.

Aslında vadeli işlemler, aracı kurumların kârlılık rakamlarına pozitif bir etkide bulunmuştur. Ancak vadeli işlemlerde, müşterilerin yaptıkları işlemlerde, aldıkları pozisyonların kaldıraç etkisiyle yüksek meblağlarda olmasından dolayı, aracılık komisyonları, spot piyasada yapılan işlemlerden çok daha aşağıda tutmasına neden olmuştur.

Bu durumların neticesinde aracı kurumların finansal tablolarındaki kârlılık kalemleri, vadeli işlemlerle beraber tutar olarak artmışsa da, oran olarak gerilemiştir. Bu açıdan da, gerek net kâr marjı oranının, gerekse de brüt kâr marjı

oranın düşük göstermesini makul bir sonuç olarak değerlendirebiliriz. Özellikle, İş Yatırım gibi işlem hacmi yüksek olan bir aracı kurumda, brüt ve net kâr marjı oranlarının çok daha düşük olması beklenen bir sonuç olarak değerlendirilebilir.

4.12 Öz sermaye Kârlılığı Oranı

Bu oran, şirketin öz sermayesinin performansını ölçmeye yarar. Net dönem karının, öz sermaye tutarına bölünmesiyle bulunan bu oran, şirketler açısından öz sermayesinin ne derecede öz sermayesini etkin olarak kullandığını da gösterir.

Sektör ortalaması 0.088 olan bu oranın yorumunu yapalım:

Daha önceden de belirttiğimiz üzere borçlanma ağırlıklı çalışan aracı kurumlarda bu durumun, öz sermayenin payının düşük tutulmasına dolayısıyla bu oranında yükselmesine yol açacaktır.

Vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber, artan müşteri sayısı, işlem hacimleri dolayısıyla bulundukları portföyden kaynaklanan repo gelirleri, bir de müşterilerin krediye olan gereksinimi ve bunları bu kurumlardan tedarik etmeleri üzerine aracı kurumlar için satış hasılatlarını ve dolayısıyla kârlarını arttırmasına neden olmuştur.

Önceki analizimizde de belirttiğimiz üzere vadeli işlemler kâr marjlarını düşürse de, aslına bakıldığında tutar olarak yükseltmekte, aracı kurumlar için ciddi bir hasılat kaynağı olmuştur. Bu yüzden de vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber aracı kurumların bu finansal oranı üzerinde olumlu değişimlerin meydana gelmesi beklenir.

İş Yatırım açısından bu oranın analizi yapalım:

Vadeli işlemlerin henüz faaliyette olmadığı 2004 yılı sonunda 0.0515 olarak ölçülen ve sektörün çok altında kalınan bu oranda, vadeli işlemlerin daha öncede

belirttiğimiz öz sermayeyi azaltıcı etkisiyle, 2005 yılı sonunda 0.1913' e yükselmiştir. Daha sonrasında İş Yatırım'ın öz sermayesini arttırmasıyla bu oran, 2006 yılında sektör ortalamasına yaklaşıp, 0.1031 olarak ölçülürken, 2007 yılında ise 0.1370 olarak hesaplanmıştır.

İş Yatırım, vadeli işlemlerden önce öz sermaye kârlılığı oranında sektörün altında kalmışken, daha sonra vadeli işlemlerin etkisiyle bu ortalamanın oldukça üzerine çıkmıştır. Buradan da anlaşılacağı üzere, elde edilen kâr tutarına göre, elde bulundurulmuş öz sermayenin fazla olduğu ancak daha sonraki süreçte vadeli işlemlerle beraber ortaya çıkan kâr tutarlarındaki artışın, bu oranı bir hayli yükseltmesiyle sektör ortalamasının oldukça üstüne çıkılmasına neden olmuştur. Vadeli işlemlerin ortaya çıkması, bir anlamda şirketin öz sermaye tutarını belirlemede hazırlıksız yakaladığı ancak önlemin 2006 yılıyla beraber öz sermaye artışıyla alındığı da ortaya çıkmaktadır.

Durumu TEB Yatırım açısından inceleyelim:

Vadeli işlemlerden önce 2004 yılında bu oran 0.0421 olarak ölçülürken, vadeli işlemlerle beraber, artan kâr tutarı ve toplam kaynaklarda azalan öz sermaye oranı sonucunda, 2005 yılı itibariyle bu oranın 0.2598 olarak ölçülmesine neden olmuştur.

Daha sonraki süreçte bu oran 2006 yılında 0.2740' a ve nihayet 2007 yılında 0.3378'e kadar yükselmiştir.

Bu oranlara bakıldığında sektör ortalamasının 0.088 olduğu da düşünülürse, TEB Yatırım vadeli işlemlerle beraber 2005 yılından itibaren bu oranı yakalayıp, geçmeyi başarmıştır. Fakat bu oranın özellikle 2007 yılında bu kadar yüksek çıkmasının da dezavantaj yaratacağı açıktır. Bu dezavantaj ise şu şekilde anlatılabilir: Artan net kâr tutarlarına karşılık, şirket öz sermayesini gerektiği miktarda arttırmamakta ve borcun kaldıraç etkisinden faydalanılsa da, şirketin borçları ödeme riskinin artmasına, kredi sıkışıklığına düşmesine neden olabilecektir. Şirketin öz

sermayeyi arttırıcı tedbirlerde bulunması, net kârlarının bir bölümünü öz sermayelerine eklemeleri kaçınılmazdır.

Bu açıdan da her ne kadar bu oranın altında kalmak sorunlara yol açacaksa da bu oranın çok da üzerine çıkılması şirketi bahsedilen sorunlarla karşı karşıya bırakacaktır.

Bu oranlar da bize göstermektedir ki; gerek TEB Yatırım gerekse İş Yatırım, vadeli işlemlerin etkisiyle öz sermaye kârlılığı oranında sektör ortalamasına ulaşmış, hatta oldukça üstüne çıkmayı başarmıştır.

Vadeli işlemlerden önce finansal yapıda tutulan öz sermayeye göre istenilen net kârların çok uzağında olunması durumu hızla değişerek, artık öz sermayenin daha da arttırılması gerektiği noktasına kadar gelmiştir.

İşte bu oranın, sektör ortalamasından çok düşük olmasının öz sermaye fazlalığına yol açacağı görülse de , bu oranın sektör ortalamasından yüksek oluşu da öz sermaye yetersizliğine ve öz sermayenin, net satışları taşıyamadığı sonucunu ortaya çıkarmaktadır.

4.13 Öz sermaye Kârlılığı Oranı (VÖK)

Bu oranın yorumunun, öz sermaye kârlılığı oranı analizimizde bahsedilen yorumlarla aynı olmasına karşın, burada ölçülen oran; vergi öncesi kârın öz sermayeye oranıdır. Yani şirketin vergi öncesi kâr tutarının öz sermayesine bölünmesiyle bulunan bu oranın sektör ortalaması 0.134 olarak karşımıza çıkmaktadır. Vergi öncesi kârın, öz sermayeye olan oranı, az önce analizi yapılan net kârın öz sermayeye oranından yüksek olması gerekmektedir. Vergi düşülmeden önce bulunan bu tutarın öz sermayeye oranı o şirketin öz sermayesinin vergi öncesi kâra göre yeterli olup olmadığını anlamımıza yol açar.

Oran analizlerinde çoğu zaman tercih edilen kâr kalemi ise vergi öncesi kâr kalemidir. Çünkü vergi, cebri bir ödeme türüdür. Şirketin faaliyetlerinin daha sağlıklı analizi için bize vergi öncesi kâr tutarı gerekmektedir.

Bu oranın İş Yatırım açısından uygulamasına bakalım:

Vadeli işlemlerden önce 2004 yılı sonunda 0.1010 olarak ölçülen bu oran, vadeli işlemlerin öz sermayedeki yarattığı azaltıcı etkiyle, 2005 yılı sonunda 0.2459'a yükselmiş ve daha sonrasında 2006 yılında 0.1177 ve 2007 yılında ise 0.1707 olarak ölçülmüştür.

Bu oranlara bakıldığında İş Yatırım, vadeli işlemlerin devreye girdiği ilk dönem olan 2005 yılı sonunda sektör ortalamasına ulaşılabilmiş, öncesinde 2004 yılında sektör ortalamasının altında kalınmış ve sonrasında 2006'da tekrar sektör ortalamasının altında kalınmış, 2007 yılında ise bu oranda sektör ortalamasına ulaşılabilmiştir. Buradan hareketle 2005 ve 2007 yıllarına İş Yatırım'ın elde etmiş olduğu kâr tutarına göre, elinde bulundurduğu öz sermayenin yetersiz olduğunu, borcun kaldıraç etkisinden gerektiğinden fazla yararlanıldığı, şirketin finansal risk altında kaldığı sonucunu ortaya çıkarmıştır denebilir.

Şirketin bu oranının, 2004 ve 2006 yıllarında sektör ortalamasının oldukça altında kalınması, İş Yatırım için öz sermayenin alternatif maliyetlerine katlanmak anlamına gelebilmektedir. Ayrıca daha önce belirtildiği gibi borcun kaldıraç etkisinden gerektiği kadar yararlanılmadığı ve şirketin kârlılığına göre haddinden fazla öz sermaye bulundurduğu sonucuna ulaşılabilir. Şirketin borçlanmayı arttırıcı önlemlerde bulunması, bahsedilen muhtemel sorunların önüne geçebilecektir.

TEB Yatırım için bu oranın yorumlanması şu şekilde yapılabilir:

Vadeli işlemlerden önce 2004 yılında 0.0715 olarak ölçülen bu oran, vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber, net satışlar ve net kâr tutarı üzerindeki

arttırıcı, kaynak yapısında ise öz sermayenin ağırlığını azaltıcı etkisiyle bu oran yükseliş seyrine girmiştir.

2005 yılında bu oran 0.4063'e, 2006 yılında 0.3631'e ve 2007 yılında 0.4356'ya yükselmiştir. Buradan hareketle 2004 yılı sonunda, sektör ortalamasının altında kalınan bu oranda, 2005 yılından itibaren, vadeli işlemlerin devreye girmesiyle beraber daha önce belirttiğimiz etkiyle bu oranda sektör ortalamasının oldukça üstüne çıkmıştır.

Oranların 2005 yılından itibaren bu kadar yüksek çıkması TEB Yatırım için belli başlı riskleri de barındırmaktadır. Şirketin kâr tutarına göre elinde bulundurduğu öz sermayenin az olduğu ve borçlanmanın kaldıraç etkisinden yararlanılsa da ödeme riskiyle karşı karşıya kalınabileceği sonucu da ortaya çıkabilmektedir. Şirketin kâr tutarlarından gerekli kısmını öz sermayesine eklemek suretiyle, bu oranını sektör ortalamalarına çekmesi gerekmektedir.

4.14 Aktif Kârlılık Oranı

1 YTL' lik varlık için ne kadar vergi sonrası net kâr elde edildiği gösteren etkin bir ölçüt olan bu orana bakarak, şirketin performansı rahatlıkla ölçülebilmekle birlikte şirketin hâli hazırdaki ve muhtemel ortaklarının da oldukça ilgisini çeken bir oran olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu oranın net kâr / toplam aktifler olduğunu daha önce belirtmiştik.

Sektör ortalaması 0.067 olarak karşımıza çıkan bu oranın yorumu ise; her 1 YTL' lik varlığın yaklaşık olarak 6 kuruşluk bir net kâra dönüşmesi olarak yapılabilir. Bu oranın yüksekliği şirketler için olumlu bulunsa da, aslında şirketin sermaye yapısıyla birlikte düşünüldüğünde, daha karmaşık bir yorum yapılabilir. Çünkü aktiflerin tutarı kadar bunların finansmanındaki sermaye bileşimi çok büyük önem arz etmektedir.

Bu oranın çok yüksek oluşu şirketin aktiflere gerektiği kadar yatırım yapılmamış olduğu sonucunu ortaya çıkarır ve şirketin aktiflerine biraz daha fazla eğilmesi gerektiğine işaret eder. Gerek dönen varlıkların gerekse duran varlıkların arttırılması gerektiği anlaşılabilir. Özellikle incelediğimiz sektörün yapısı gereği likit değerlerle çalışılması durumunda dönen varlıkların yeterli olmadığına işaret etmektedir denebilir.

Bu oranın düşük olması da, şirketin aktiflerine gerektiğinden fazla yatırım yapmış olduğunu, elde ettiği kâr tutarına göre elinde bulundurduğu aktiflerin fazla olduğu yorumunu beraberinde getirebileceği söylenebilir.

Şimdi bu oranın analizini İş Yatırım için yapalım:

2004 yılında 0.0223 olarak ölçülen bu oran, vadeli işlemlerin faaliyete geçmesiyle birlikte 2005 yılında 0.0720'ye yükselmiştir. Büyüyen şirket aktiflere karşılık vadeli işlemlerle beraber daha büyük oranda büyüyen net kâr tutarı bu oranı yükseltmiştir.

Daha sonraki süreçte bu oran, 2006 yılında 0,0290' a ve 2007 yılında 0,0272'ye gerilemiştir. Bu dönemlerde, 2005 yılına göre daha düşük bir aktif kârlılık oranı ortaya çıksa da, bunun nedenine bakıldığında İş Yatırım'ın toplam aktiflerini oldukça arttırmasından dolayı gerçekleştiği anlaşılmaktadır. Bu yüzden en sağlıklı yorum; vadeli işlemlerden önceki dönem olan 2004 yılı ve vadeli işlemlerin işlem görmeye başladığı 2005 yılı bazında yapılmalıdır. Burada da artan satış, faiz ve diğer olağan gelirlerin bu oran üzerinde yarattığı etki görülebilmektedir. 2005 yılı aktif kârlılık oranı, bir önceki yıla oranla 2 kat yükselmiştir.

İş Yatırım'ın bu oranlarını, sektör ortalamasıyla kıyaslandığımızda ise, 2005 yılı haricinde her dönemde ortalamanın altında kalmış, dolayısıyla şirket aktiflerinin, kâr tutarlarına göre elinde bulundurduğu aktiflerin oldukça fazla olduğu sonucunu ortaya çıkarmıştır.

İş Yatırım, incelenen dönemlerden yalnızca vadeli işlemlerin devreye girdiği 2005 yılında sektör ortalamasına ulaşabilmiştir. Buradan hareketle şirketin elinde bulundurduğu aktifleri azaltma eğilimine gitmesinin gerekli olduğu anlaşılmaktadır.

Şimdi çalışmamıza konu olan diğer şirketimiz olan TEB Yatırım için bu oranı analiz edelim:

TEB Yatırım için bu oran, vadeli işlemlerden önce 2004 yılında 0.0389 olarak ölçülürken, vadeli işlemlerin satış hasılatları, kredi kullandırmadan dolayı elde etmiş olduğu faiz geliri ve repo vb. piyasasında gösterilen faaliyetlerin artışı, net kâr üzerinde arttırıcı bir rol üstlenmesiyle birlikte bir önceki döneme göre 5 kat yükselerek 2005 yılında 0.1876'ya ulaşmıştır. Vadeli işlemlerin daha da gelişeceği düşünülürse, bu oranın ilerleyen yıllarda da yükselme eğilimi göstermesi beklenmektedir. Zaten vadeli işlemlerin etkisiyle 2005 yılında 0,1876'ya kadar yükselen bu oran, 2006 yılında 0.1392' ye gerilese de, 2007 yılında tekrar 0.2094'e yükselmiştir.

Buradan hareketle vadeli işlemlerle beraber TEB Yatırım için aktiflerine daha fazla yatırım yapması gerektiği sonucu ortaya çıkardığı söylenebilir. TEB Yatırım'ın elde etmiş olduğu net kâra göre elinde bulundurduğu aktiflerin yetersiz olduğu sonucu ortaya çıkmıştır denebilir.

SONUÇ

Vadeli piyasalar spot piyasaların aksine, bugünden alım satımı yapılan bir malın veya finansal aracın teslimatının veya nakit uzlaşmanın ileri bir tarihte yapıldığı piyasalardır. Vadeli işlemlerin temelinde ileri tarihte gerçekleşecek olan alım ya da satım işleminin fiyatının bugünden belirlenip anlaşmaya başlanmış olması yatmaktadır. Bu sayede yatırımcılar, gelecekte yatırım alanında meydana gelebilecek risklerini minimize etmeye çalışılmaktadır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, 2005 yılı Şubat ayında faaliyete geçtiği günden bu yana artan ivmeyle gelişimini sürdürmektedir. 2007 yılının ilk dokuz aylık döneminde elde edilen verilere bakıldığında kat edilen mesafenin Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın kurulduğu yıl olan 2005' ten 2006 yılı sonuna kadar kat edilenden çok daha fazla olduğu görülmektedir. Borsa, kuruluşundan bu yana geçen kısa sürede istikrarlı ve hızlı bir gelişim göstermiş, tüm dünyadaki piyasa katılımcılarının ilgisini çekerek, bulunduğumuz coğrafyadaki finansal piyasaların kalbi olacağını açıkça ortaya koymuştur.

2007 yılının ilk dokuz ayında yaklaşık 72,1 milyar YTL olarak gerçekleşen toplam işlem hacmi, 2006 yılı toplam işlem hacminin 4 katına ulaşmıştır. 2007 ve 2006 yıllarının ilk dokuz ayını karşılaştırdığımızda ise 2007 yılının ilk üç çeyreğindeki toplam işlem hacmi, 2006 yılının ilk üç çeyreğindeki işlem hacmi toplamının 6,5 katı olarak gerçekleşmiştir. Bu Borsa'da 2006'da gerçekleşen ortalama aylık işlem hacmi 1,5 milyar YTL civarında iken 2007 yılının ilk dokuz ayında bu değer 8 milyar YTL' ye ulaşmıştır. Bu Borsa' da yaşanan olağanüstü işlem hacmi gelişimiyle birlikte, piyasa derinliği de artmaktadır. Bu sayede bu Borsa'da yeni yatırımcıların katılımı hızlanmakta ve likidite de hızlı artışını sürdürmektedir.

Vadeli işlem piyasalarının yatırımcılar açısından şu avantajları vardır:

- Kaldıraç etkisi ile sözleşmenin gerçek değerinden çok daha küçük bir değerde teminat yatırılarak (başlangıç teminatı) büyük pozisyonlar alınabilir.
- Yatırımcıya sözleşme tipine göre fiyat, kur, faiz riskine karşı korunma (hedging) sağlar.
- Geleceğe yönelik fiyat keşfini sağlar.
- Vade sonu beklenmeden pozisyon ters işlemle (uzun pozisyona sahip olan taraflar aynı sözleşmede satım, kısa pozisyona olan taraflar ise aynı sözleşmede alım yaparak) kapatılabilir.
- Yatırımcıların işlem yapmak için ödedikleri YTL teminatları Takasbank tarafından nemalandırılır.
- Spot piyasalarda olduğu gibi, malın teslimi şartı yoktur.
- VOB'da elde edilen değer artış kazançları, 31 Aralık 2008 tarihine kadar %0 stopaj uygulamasına tabidir.
- Ayrıca bu piyasada yatırımcılar "açığa satış" işlemi yapabilmektedir.

Vadeli işlem piyasalarının çalışmamıza konu olan aracı kurumlar ve aracı kurumların finansal göstergeleri açısından da çok önemli avantajları vardır:

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın açılmasından itibaren aracı kurumlar, vadeli işlemlerle beraber, yeni müşterilere ulaşmış ve dolayısıyla kullandırmış oldukları

kredilerdeki artışla beraber, yeni kaynak gereksinimini ortaya çıkarmıştır. Dolayısıyla aracı kurumlar bankalarla daha çok işbirliğine gitmek zorunda kalmıştır. Finansal tablolarındaki kısa vadeli borç kaleminin altında yer alan kalemlerden biri olan banka kredilerindeki artışın, yeni müşterilerle beraber ortaya çıkan kredi gereksinimi olduğunu ortaya koyabiliriz. Diğer yandan kısa vadeli borçların alt kalemlerden biri olan diğer finansal yükümlülükler de artışlar görmekteyiz. Diğer finansal borçlar, ağırlıklı olarak aracı kurumların müşterilerine yaptıkları repo işlemlerinden kaynaklanan yükümlülüklerini göstermektedir. Diğer bir deyişle, aracı kurumun kendi portföyündeki menkul kıymetlerle, müşterilerine yaptıkları repo işlemleridir. Müşteri repoları aynı zamanda kısa vadeli ticari borçlar kaleminin altında izlenebilmektedir. Fakat bu hesap altındaki repo işlemleri müşteriler adına repo piyasasında yapılan işlemleri yansıtmaktadır. Müşterilere olan borçlar, Takasbank' tan alınıp, müşteri hesabına geçecek olan tutarları ifade etmektedir.

Dolayısıyla, yeni ürünlerin devreye girmesiyle, 2008 yılı sonunda 50000' lere kadar artacağı öngörülen müşteri sayısı ve müşteri portföyleriyle beraber aracı kurumların hızla artan kısa vadeli borçlanmaları, aracı kurumların öz sermaye yatırımlarını arttırması gereksinimini ortaya çıkarmıştır. Henüz faaliyette olmamasına karşılık yakında opsiyon işlemlerinin devreye girmesi, vadeli işlem piyasasında ortaya çıkması ve ortaya çıkabilecek muhtemel yeni dayanak varlıklarla beraber bu borçlanmaların daha da artması muhtemeldir. İşte bunun için aracı kurumlar öz sermayelerini arttırıcı tedbirlerde bulunması gerekmektedir.

Vadeli işlemlerle beraber kazanılan yeni yatırımcılar ,yeni tasarruflar ve kaldıraç kullanımıyla beraber artan işlem hacimleri, aracı kurumların kârlılık kalemlerindeki oranları düşürse de tutarlarını yükseltmiştir. Yani, bu piyasada kaldıraç kullanımıyla beraber aracı kurumlar, bu piyasadaki yapmış oldukları aracılık faaliyetlerinde daha düşük komisyon oranlarıyla çalışmak durumunda kalmıştır. Ancak bu işlemlerle beraber tutar olarak kârlılık kalemleri ve nihayetinde net kâr artış göstermiştir. Bunun gelecekte de artarak devam edeceği beklenebilir.

Aracı kurumların kısa vadeli borçlarındaki artışa karşılık, net kârlarındaki artışlar, belli oranda öz sermayeye eklenerek daha sağlıklı bir finansal yapıya ulaşılabileceğini ortaya çıkarmıştır denebilir. Yani kaynak yapısında, hızla artan kısa vadeli borç tutarlarına karşılık aracı kurumlar, öz sermayelerini arttırıcı tedbirleri, artan net kâr tutarlarını öz sermayelerine eklemek suretiyle alabilirler.

KAYNAKÇA

ACAR Osman, “**1980 Sonrası Dönemde Türkiye’de Altın Piyasası ve Türkiye’de Altın Piyasası’nın Gelişimi İçin Bir Model Önerisi**”; Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Isparta, 2004.

AKALIN İlker Osman, “**Hisse Senedi Üzerine Opsiyon Sözleşmeleri ve Türkiye Uygulaması**”; Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasaları ve Borsa Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2006.

AKÇAY Barış, “**Türev Ürünlerin Fiyatlanmasında Türkiye’de Uygun Verim Eğrisi Seçilmesi ve Önemi**”; Vobjektif Dergisi Sayı:6, Eylül, 2005.

AKPINAR Miraç Göksenin, “**Bankacılık Kesiminin Oran Analizleri ve Basel Ölçütlerine Göre Altı Büyük Banka İçin Oran Analizi Uygulaması**”; Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe Finansman Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli, Eylül 2006.

ALPAN Fulya, “**Örneklerle Futures Anlaşmalar ve Opsiyonlar**”; Literatür Yayınları, İstanbul, Mart 1999.

AŞKIN Mehmet Mustafa, “**2000’li Yıllardaki Türk Sermaye Piyasası ve Aracı Kuruluşların Performans Gelişimi**”; Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Bölümü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2006.

AYDIN Ceren, “**Vadeli İşlemler Piyasasında Spot ve Vadeli Fiyat İlişkileri ve İzmir Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası Üzerine Bir Uygulama**”; Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Finans Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2006.

AYDOĞUŞ Özgür, “**Finansal Piyasalar ve Ekonomik Büyüme: Ekonometrik Bir Analiz**”; Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Afyon, 2006.

BABUŞCU Şenol, HAZAR Adalet, “**SPK Temel Düzey Lisanslama Sınavlarına Hazırlık Tüm Konular**, 2. Baskı; Akademi Consulting & Training, Ankara, Ocak 2008.

BAĞDATLIOĞLU Dilek, “**Bankalararası Para ve Yabancı Para Piyasaları ve Türkiye Uygulaması**”, 1. Baskı; Uludağ Üniversitesi Yayınları, Bursa, 1988.

BODIE, KANE, MARCUS, “**Investments**”; Mc Graw-Hill Irwin, New York, 2002.

CEYLAN Ali, “**İşletmelerde Finansal Yönetim**”, 6. Baskı, Ekin Kitabevi, Bursa, 2006.

ÇÖMEN Fatih, “**Sermaye Piyasasında Vergilendirme ve Sermaye Piyasası Oluşumuna Etkileri**”; Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Afyon, Ağustos 2006.

DEMİRCİ Deniz, “**Kredi Türevleri ve Kullanımı**”; Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek lisans Tezi, Ankara, 2003.

DÖNMEZ Çetin Ali,BAŞARAN Yaman,DOĞRU Güzin,YILMAZ Mustafa,UĞUR Sedat, KARTALLI Yeşim,UGAN Gökhan, “ **Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş**”; İmkb Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü, İstanbul, Kasım, 2002.

EĞİLMEZ Mahfi, KUMCU Ercan, “**Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması**”, Remzi Kitabevi,8.Bası, İstanbul, Mart 2005.

EKİNCİ Berris, “**Hedging ve Finansman Teknikleri**”, İktisat, İşletme ve Finans, Yıl 19, Sayı 97,İstanbul, Nisan 1994.

ERASLAN Tefik, “**Vadeli İşlem Piyasaları ve Opsiyonlar**”; İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı Yüksek lisans Tezi, İstanbul,1998.

ERDEM Yusuf, “**Vadeli İşlem Piyasaları, Forward ve Futures, Türkiye’de Oluşumunun Ekonomik Şartları**”; Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Araştırma ve Planlama, Ankara,1995.

EROL Ümit, “**Futures Piyasaları: Teori ve Pratik**”; Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Ankara,Ekim 1994.

ERSAN İhsan, “**Finansal Türevler**”; Literatür Yayıncılık, 2.Baskı; İstanbul,1998.

FISCHER&JORDAN, “**Security Analysis and Management**”,Fifth Edition;Prentice Hall,1991.

“**İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Üyeliği Eğitim Notları**”;Takas ve Saklama Bankası A.Ş. Operasyon Müdürlüğü Vadeli İşlemler Departmanı, İstanbul, Haziran 2006.

JONES P. Charles, “**Investments-Analysis and Management**”; John Wiley&Sons, Inc., 2006.

KARATEPE Y., “**Türev Piyasaları Ders Notları**”; Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek lisans Tezi, Ankara,2002.

KARSLI Muharrem, “**Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**”; İrfan Yayınevi, İstanbul,1997.

KASAPOĞLU Özgür, “**Parasal Aktarım Mekanizmaları:Türkiye İçin Bir Uygulama**”; Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Şubat 2007.

KAYACAN Murat, BOLAT Murat, YILMAZ Mustafa,BAŞARAN Yaman,USTAOĞLU Metin, “**Faiz Oranına Dayalı Vadeli İşlemler**”; İMKB Yayınları Türev Piyasa Araştırma Serisi no:2, İstanbul, Temmuz 1995.

KOCAHANOĞLU Osman Selim, “**Gerekçeli Sermaye Piyasası Kanunu ve Uygulaması**”; Temel Yayınları, İstanbul, 1993.

MOSELE Rinaldo Antonio, “**Türkiye’de Vadeli İşlemler Piyasası ve VOBAŞ ile CBOT’un Karşılaştırılması**”; Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı Yüksek Lisans 1. Eğitim Tezi, İstanbul, 2006.

ÖZEROL H., “**Finansçı Olmayanlar İçin Finans**”; 2. Bası, Academyplus Yayınevi, 13, İstanbul, 2002.

ÖZKAN Serdar, “**Vadeli İşlemler Piyasaları ve Türkiye’de Ayçiçeği Ürünü Üzerine Uygulanabilirliği**”; İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansman Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2005.

ÖZNACAR Ramazan, “**Vadeli İşlemlerin Para Piyasalarına Etkileri**”; İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2006.

POLAT Eyüp, “**Vadeli İşlem Piyasalarında Sistemik Analiz Yoluyla Spekülasyon ve Pamuk, Euro, S&P 500 ve US T Bonds VIS’i Üzerine Uygulama**”; Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasaları ve Borsa Bölümü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2005.

SALMAN Bilal, “**Aracı Kurumların Temel Mali Tablolarının Enflasyon Muhasebesine Göre Düzeltilmesi ve Bir Örnek Uygulama**”; Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finansman Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2006.

SEYİDOĞLU Halil, “**Uluslararası Finans**”, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 1997.

SPK Haftalık Bülteni 40 no’lu Sayı, 1996.

ŞENKESEN Evrim, “**Faiz Oranına Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri**”; İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansman Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2005.

TAKAN Mehmet, “**Bankacılık Teori Uygulama ve Yönetim**”, 2. Baskı, Nobel Yayıncılık, Ankara, 2002.

TAPTIK Selis Özlem, “**Bankaların Sermaye Piyasalarındaki Rolü**”; Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2002.

TEKÇE Hakan, “**Türkiye’de Vadeli İşlemler Borsasının Polonya Örneği İle Karşılaştırılması**”; Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2006.

TERZİ Aslı, “**Gerçek Opsiyonlar ve Değerleme Yöntemleri**”; Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansman Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2006.

TUFAN Ekrem, “**Futures İşlemlerin Piyasa Etkinliğine Olan Etkisinin Test Edilmesi:İstanbul Altın Borsası Uygulaması**”, Anadolu Üniversitesi Yayınları,Eskişehir,2001.

UZUN Emin, Sermaye Piyasası Dersi Notları,Muğla,2004.

Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler-1,Şubat 2007:3.

Vobaş Takas İşlemleri, Mayıs 2004:4.

YILMAZ Mustafa Kemal, “**Türkiye Olarak Vadeli İşlemlerin Neresindeyiz? Ekonomik Gerçekler ve Politik İzdüşümleri**”, Active Dergisi,Yıl:7 Sayı:39, Kasım-Aralık 2004.

YÜKSEL Ali Sait, RODOPLU Gültekin, “**Sermaye Piyasası**”, Formül Matbaacılık,İstanbul,1980.

WALMSLEY Julian, “**New Financial Instruments**”, 1997.

ERİŞİM

<http://www.acikarsiv.ankara.edu.tr/fulltext/680.pdf>

http://altinhaber.com/index.php?option=com_content&task=view&id=634&Itemid=30

www.asmmmo.org.tr/makale/SWAP.doc

<http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma6.doc>

<http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazpazartesi11.doc>

<http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/intfinders8.doc>

<http://www.cu.edu.tr/.../banka%20ve%20sermaye%20piyasası%20hukuku/9%20sermaye%20piyasası%20faaliyetleri.ppt>

http://www3.dogus.edu.tr/amuslumov/2007-8/ch1_Muslumov_FIN321.pdf

<http://www.ecb.int>

<http://www.egegelisim.org/vob-nedir>

http://www.ekonorm.com/ercan_kumcu/226/kambiyo_rejiminde_serbestlik/

http://www.finanskulup.org.tr/html/makale/nuri_sevgen.html

http://iibf.bozok.edu.tr/akademik/veli_akil/Hedging.pdf

<http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/vadeli.htm>

<http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm>

http://www.isyatirim.com.tr/AssetDocs/Sunumlar_VOB_Tanitim.pdf

http://www.jmo.org.tr/resimler/ekler/3d63838ef1fb6f3_ek.pdf

<http://joy.yasar.edu.tr/makale/ilksayi/rasyolar.pdf>

<http://www.kobitek.com/makale.php?id=64>

<http://makdis.pamukkale.edu.tr/mak19.htm>

<http://www.mkyilmaz.net/makaleler/makale17.pdf>

<http://politics.ankara.edu.tr/~karatepe/ifinance/DovVade.pdf>

<http://www.spk.gov.tr>

www.taj.org.tr/docs/VADELIGUENCELLEME.DOC

<http://tcmb.gov.tr/yeni/mevzuat/bankacılık/tpkkmevıhrılıshukuygtalim.pdf>

<http://www.teb.com.tr>

<http://www.tcmb.gov.tr>

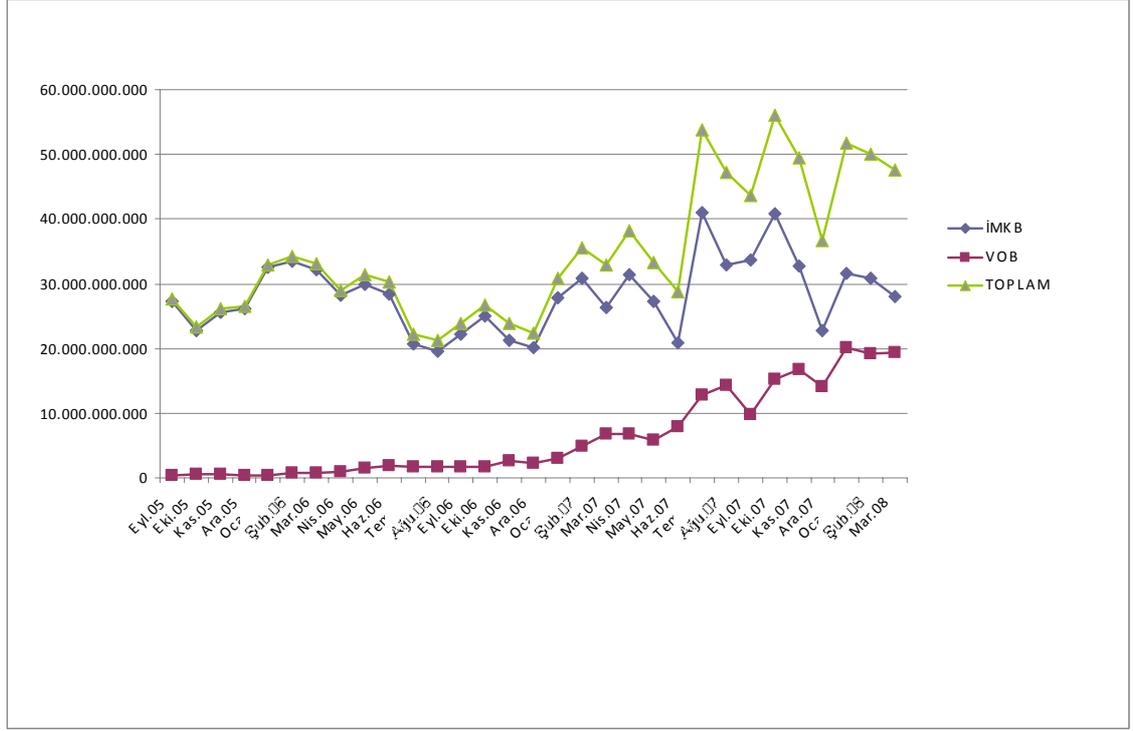
<http://www.triafx.com/?s=forex>

http://www.tspakb.org.tr/egitim/egitimnotlari/finansal_yonetim_ileri.pdf

<http://www.vadeli.freeservers.com/kavramlar.htm>

<http://www.vob.org.tr>

EK 1: VOB VE İMKB İşlem Hacimleri Grafiği



EK:2 Sermaye Piyasas 'nda Faaliyet Gösteren Arac Kurumlar		
Kodu	Arac Kurumun Ad	Durum
ACA	Acar Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
AKM	Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
AKD	Akdeniz Menkul Değerler Ticareti A.Ş.	Aktif
ALN	Alan Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
ALF	Alfa Menkul Değerler A.Ş.	Geçici Kapalı
AMK	Alternatif Yatırım A.Ş.	Aktif
ADY	Anadolu Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.	Aktif
AOL	Ata Online Menkul Kıymetler A.Ş.	Aktif
ATA	Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.	Aktif
AYB	Ayborsa Menkul Değerler Ticareti A.Ş.	Aktif
BAB	B.A.B. Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
BAH	Bahar Menkul Değerler Ticareti A.Ş.	Aktif
BSK	Başkent Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
BGC	BGC Partners Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
BMK	Bizim Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
CAM	Camiş Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
CSA	Censa Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
CSM	Credit Suisse İstanbul Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
CAD	Çağdaş Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
DRM	Daruma Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
DEG	Değer Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
DHA	Deha Menkul Kıymetler A.Ş.	Aktif
DET	Delta Menkul Değerler A.Ş.	Aktif

DNT	Deniz Türev Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
DZY	Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.	Aktif
DSI	Deutsche Securities Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
DUN	Dünya Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
ECZ	Eczacıbaşı Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
EFG	EFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
EYD	Egemen Menkul Kıymetler A.Ş.	Aktif
EKN	Ekinciler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
EKS	Ekspres Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
ENT	Entez Menkul Değerler Ticareti A.Ş.	Aktif
ETM	Eti Menkul Kıymetler A.Ş.	Aktif
ERM	Euro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
EVG	Evgin Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
FNY	Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
FRM	Form Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
FRS	Fortis Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
GLT	Galata Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
GRM	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.	Aktif
GDK	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
GFC	GFC General Finans Menkul Değerler Yatırım A.Ş.	Aktif
GLB	Global Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
GMK	Güney Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
GVN	Güven Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
HAK	Hak Menkul Kıymetler A.Ş.	Aktif
HLY	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
HDF	Hedef Menkul Değerler A.Ş.	Aktif

HSY	HSBC Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
IYF	İnfo Yatırım A.Ş.	Aktif
UCM	İnter Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
IYM	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
KYM	K Menkul Kıymetler A.Ş.	Geçici Kapalı
KMD	Kalkınma Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
KPT	Kapital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
MNY	Lehman Brothers Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
MRS	Marbaş Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
MSA	Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
MRZ	Merkez Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
MLM	Merrill Lynch Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
MTY	Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
MSI	Morgan Stanley Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
NUR	Nurol Menkul Kıymetler A.Ş.	Aktif
OPS	Opus Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
ORN	Orion Investment Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
OYA	Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
ONC	Öncü Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
ONR	Öner Menkul Kıymetler A.Ş.	Aktif
PAY	Pay Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
PIT	Piramit Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
POL	Polen Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
PME	Pozitif Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
PMK	Prim Menkul Değerler A.Ş.	Aktif

RJS	Raymond James Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.	Aktif
SAN	San Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
SNK	Sanko Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
SRD	Sardis Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
SYG	Sayılgan Menkul Değerler Ticaret A.Ş.	Aktif
SOE	Soymen Menkul Kıymetler A.Ş.	Aktif
SUS	Standard Ünlü Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
STD	Standard Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.	Aktif
STJ	Strateji Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
SKY	Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
TAC	Tacirler Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
TYA	TAIB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Geçici Kapalı
TKS	Taksim Yatırım A.Ş.	Aktif
TBY	TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
TLM	Tekstil Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
TRA	Tera Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
TTM	Ticaret Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
TOR	Toros Menkul Kıymetler Ticaret A.Ş.	Aktif
TKY	Turkish Yatırım A.Ş.	Aktif
UBS	UBS Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
MYZ	Ulus Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
UNI	Universal Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
VKY	Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
YKR	Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif
ZRY	Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	Aktif

EK 3: İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Finansal Tabloları

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

31 ARALIK 2006, 2005 VE 2004 TARİHLERİ İTİBARIYLA
KONSOLİDE BİLANÇOLAR

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası ("YTL") cinsinden ifade edilmiştir.)

VARLIKLAR	Not	31 Aralık 2006	31 Aralık 2005	31 Aralık 2004
Dönen Varlıklar		522.703.863	352.302.443	227.056.044
Hazır değerler	4	171.507.113	57.130.946	8.268.127
Menkul kıymetler (net)	5	206.017.936	217.748.706	204.205.672
Ticari alacaklar (net)	7	128.237.027	69.733.888	12.976.308
İlişkili taraflardan alacaklar (net)	9	651.568	621.410	437.025
Diğer alacaklar (net)	10	16.029.555	6.060.184	1.061.441
Ertelenen vergi varlıkları (net)	11	-	-	-
Diğer cari ve dönen varlıklar	12	260.664	1.007.309	107.471
Duran Varlıklar		19.439.715	16.091.367	19.482.061
Ticari alacaklar (net)	7	-	-	-
İlişkili taraflardan alacaklar (net)	9	-	-	-
Diğer alacaklar (net)	10	-	-	-
Finansal varlıklar (net)	13	21.962.867	19.401.056	18.364.508
Pozitif / (negatif) şerefiye (net)	14	(6.324.476)	(5.961.268)	(2.608.705)
Maddi varlıklar (net)	15	3.060.175	2.390.850	3.565.930
Maddi olmayan varlıklar (net)	16	328.868	147.104	160.328
Ertelenen vergi varlıkları (net)	11	412.281	113.625	-
Diğer cari olmayan ve duran varlıklar	12	-	-	-
TOPLAM VARLIKLAR		542.143.578	368.393.810	246.538.105

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**31 ARALIK 2006, 2005 VE 2004 TARİHLERİ İTİBARIYLA
KONSOLİDE BİLANÇOLAR**

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası ("YTL") cinsinden ifade edilmiştir.)

YÜKÜMLÜLÜKLER	Not	31 Aralık 2006	31 Aralık 2005	31 Aralık 2004
Kısa Vadeli Yükümlülükler		261.245.608	104.072.453	34.497.382
Finansal borçlar (net)	6	14.758.730	24.067.744	3.469
Uzun vadeli finansal borçların kısa vadeli kısımları (net)	6	-	-	-
Finansal kiralama işlemlerinden borçlar (net)	8	-	-	-
Diğer finansal yükümlülükler (net)	10	188.653.836	36.417.505	-
Ticari borçlar (net)	7	49.165.893	37.644.277	29.572.211
İlişkili taraflara borçlar (net)	9	162.700	26.371	15.614
Alınan avanslar	17	-	-	-
Borç karşılıkları (net)	19	4.837.908	4.217.489	2.018.072
Ertelenen vergi yükümlülüğü (net)	11	-	-	-
Diğer yükümlülükler (net)	10	3.666.541	1.699.067	2.888.016
Uzun Vadeli Yükümlülükler		738.862	737.287	846.150
Finansal borçlar (net)	6	-	-	-
Finansal kiralama işlemlerinden borçlar (net)	8	-	-	-
Diğer finansal yükümlülükler (net)	10	-	-	-
Ticari borçlar (net)	7	-	-	-
İlişkili taraflara borçlar (net)	9	624	631	505
Alınan avanslar	17	-	-	-
Borç karşılıkları	19	738.238	736.656	632.492
Ertelenen vergi yükümlülüğü (net)	11	-	-	213.153
Diğer yükümlülükler (net)	10	-	-	-
Ana ortaklık dışı paylar	20	127.536.324	124.928.895	104.502.957
Özsermaye		152.622.784	138.655.175	106.691.616
Sermaye	21	96.800.000	96.800.000	45.000.000
Karşılıklı iştirak sermaye düzeltmesi	21	-	(215.738)	(215.738)
Sermaye yedekleri	22	6.516.930	8.565.064	43.560.622
- Hisse senedi ihraç primleri		-	-	-
- Hisse senedi iptal karları		-	-	-
- Yeniden değerlendirme fonu		-	-	-
- Finansal varlıklar değer artış fonu		6.500.536	8.548.670	3.075.121
- Özsermaye enflasyon düzeltmesi farkları		16.394	16.394	40.485.501
Kar yedekleri	23	28.367.316	1.103.806	1.217.909
- Yasal yedekler		1.815.324	322.076	-
- Statü yedekleri		2.168	-	-
- Olağanüstü yedekler		23.260.139	35.372	-
- Özel yedekler		3.258.929	781.061	-
- Sermayeye eklenecek iştirak hisseleri ve gayrimenkul satış kazançları		-	-	1.217.909
- Yabancı para çevrim farkları		30.756	(34.703)	-
Net dönem karı / (zararı)		15.734.546	26.524.713	5.494.076
Geçmiş yıllar kar / (zararları)	24	5.203.992	5.877.330	11.634.747
TOPLAM ÖZSERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER		542.143.578	368.393.810	246.538.105

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**31 ARALIK 2006, 2005 VE 2004 TARİHLERİNDE SONA EREN YILLARA AİT
KONSOLİDE GELİR TABLOLARI**

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası ("YTL") cinsinden ifade edilmiştir.)

GELİR TABLOSU	Not	2006	2005	2004
ESAS FAALİYET GELİRLERİ				
Satış gelirleri (net)	32	21.227.501.429	28.970.138.302	19.413.374.000
Satışların maliyeti (-)	32	(21.225.639.866)	(28.937.464.486)	(19.373.538.238)
Hizmet gelirleri (net)	32	41.967.285	38.446.837	29.562.762
Esas faaliyetlerden diğer gelirler (net)	32	6.592.348	3.113.350	2.720.376
BRÜT ESAS FAALİYET KARI		50.421.196	74.234.003	72.118.900
Faaliyet giderleri (-)	33	(42.347.012)	(31.135.501)	(29.240.753)
NET ESAS FAALİYET KARI		8.074.184	43.098.502	42.878.147
Diğer faaliyetlerden gelir ve karlar	34	56.423.759	29.809.831	13.431.115
Diğer faaliyetlerden gider ve zararlar (-)	34	(12.731.708)	(3.698.247)	(10.990.948)
Finansman gelirleri / (giderleri) (net)	35	(25.419.497)	(715.494)	11.963
FAALİYET KARI		26.346.738	68.494.592	45.330.277
Net parasal pozisyon karı / (zararı)	36	-	-	(21.214.120)
ANA ORTAKLIK DIŞI KAR	20	(8.384.738)	(34.397.157)	(13.340.642)
VERGİ ÖNCESİ KAR		17.962.000	34.097.435	10.775.515
Vergiler	37	(2.227.454)	(7.572.722)	(5.281.439)
NET DÖNEM KARI		15.734.546	26.524.713	5.494.076
HİSSE BAŞINA KAZANÇ	38	0,1625	0,2740	0,0568

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. ve BAĞLI ORTAKLIKLARI
31 ARALIK 2007 TARİHİ İTİBARIYLA
KONSOLİDE BİLANÇO

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası ["YTL."] cinsinden ifade edilmiştir.)

VARLIKLAR	Not	31 Aralık 2007	31 Aralık 2006
Cari/Dönen Varlıklar		1.207.003.072	522.703.863
Hazır değerler	4	680.623.899	171.507.113
Menkul kıymetler (net)	5	302.916.387	206.017.936
Ticari alacaklar (net)	7	218.532.300	128.237.027
İlişkili taraflardan alacaklar (net)	9	1.621.598	651.568
Diğer alacaklar (net)	10	2.511.035	16.029.555
Ertelenen vergi varlıkları	11	-	-
Diğer cari ve dönen varlıklar	12	797.853	260.664
Cari Olmayan Varlıklar		30.782.170	19.439.715
Ticari alacaklar (net)	7	-	-
İlişkili taraflardan alacaklar (net)	9	-	-
Diğer alacaklar (net)	10	-	-
Finansal varlıklar (net)	13	13.252.590	21.962.867
Pozitif/(negatif) şerhiye (net)	14	11.007.206	(6.324.476)
Maddi varlıklar (net)	15	4.439.911	3.060.175
Maddi olmayan varlıklar (net)	16	982.267	328.868
Ertelenen vergi varlıkları	11	1.100.196	412.281
Diğer cari olmayan ve duran varlıklar	12	-	-
TOPLAM VARLIKLAR		1.237.785.242	542.143.578

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. ve BAĞLI ORTAKLIKLARI
31 ARALIK 2007 TARİHİ İTİBARIYLA
KONSOLİDE BİLANÇO

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası ["YTL"] cinsinden ifade edilmiştir.)

	Not	31 Aralık 2007	31 Aralık 2006
YÜKÜMLÜLÜKLER			
Kısa Vadeli Yükümlülükler		827.880.933	261.245.608
Finansal borçlar (net)	6	12.347.121	14.758.730
Uzun vadeli finansal borçların kısa vadeli kısımları (net)	6	-	-
Finansal kiralama işlemlerinden borçlar (net)	8	9.021	-
Diğer finansal yükümlülükler (net)	10	623.500.508	188.653.836
Ticari borçlar (net)	7	178.700.847	49.165.893
İlişkili taraflara borçlar (net)	9	86.294	162.700
Alınan avanslar	17	-	-
Borç karşılıkları (net)	19	5.058.263	4.837.908
Ertelenen vergi yükümlülüğü	11	-	-
Diğer yükümlülükler (net)	10	8.178.879	3.666.541
Uzun Vadeli Yükümlülükler		1.013.732	738.862
Finansal borçlar (net)	6	-	-
Finansal kiralama işlemlerinden borçlar (net)	8	-	-
Diğer finansal yükümlülükler (net)	10	-	-
Ticari borçlar (net)	7	-	-
İlişkili taraflara borçlar (net)	9	-	624
Alınan avanslar	17	-	-
Borç karşılıkları	19	1.013.732	738.238
Ertelenen vergi yükümlülüğü	11	-	-
Diğer yükümlülükler (net)	10	-	-
Ana ortaklık dışı paylar	20	162.710.607	127.536.324
Özsermaye		246.179.970	152.622.784
Sermaye	21	119.387.000	96.800.000
Karşılıklı iştirak sermaye düzeltmesi	21	-	-
Sermaye yedekleri	22	44.036.086	6.516.930
- Hisse senetleri ihraç primleri		40.656.600	-
- Hisse senedi iptal kârları		-	-
- Yeniden değerlendirme fonu		-	-
- Finansal varlıklar değer artış fonu		3.363.092	6.500.536
- Özsermaye enflasyon düzeltmesi farkları		16.394	16.394
Kâr yedekleri	23	44.005.258	28.367.316
- Yasal yedekler		2.860.111	1.815.324
- Statü yedekleri		2.168	2.168
- Olağanüstü yedekler		35.987.686	23.260.139
- Özel yedekler		4.202.937	3.258.929
- Sermayeye eklenecek iştirak hisseleri ve gayrimenkul satış kazançları		1.196.873	-
- Yabancı para çevrim farkları		(244.517)	30.756
Net dönem kârı/(zararı)		33.726.303	15.734.546
Geçmiş yıllar kâr/(zararları)	24	5.025.323	5.203.992
TOPLAM ÖZSERMAYE VE YÜKÜMLÜLÜKLER		1.237.785.242	542.143.578

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. ve BAĞLI ORTAKLIKLARI

31 ARALIK 2007 TARİHİNDE SONA EREN YILA AİT

KONSOLİDE GELİR TABLOSU

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası ["YTL."] cinsinden ifade edilmiştir.)

		1 Ocak- 31 Aralık 2007	1 Ocak- 31 Aralık 2006
GELİR TABLOSU	Not		
ESAS FAALİYET GELİRLERİ			
Satış gelirleri (net)	32	29.865.954.724	21.227.501.429
Satışların maliyeti (-)	32	(29.855.963.507)	(21.225.639.866)
Hizmet gelirleri (net)	32	68.894.096	41.967.285
Esas faaliyetlerden diğer gelirler (net)	32	13.424.671	6.592.348
BRÜT ESAS FAALİYET KÂRI		92.309.984	50.421.196
Faaliyet giderleri (-)	33	(63.357.964)	(42.347.012)
NET ESAS FAALİYET KÂRI		28.952.020	8.074.184
Diğer faaliyetlerden gelir ve kârlar	34	119.258.540	56.423.759
Diğer faaliyetlerden gider ve zararlar (-)	34	(11.444.195)	(12.731.708)
Finansman gelirleri/(giderleri) (net)	35	(63.510.804)	(25.419.497)
FAALİYET KÂRI		73.255.561	26.346.738
Net parasal pozisyon kân/(zararı)	36	-	-
ANA ORTAKLIK DIŞI KÂR	20	(31.224.144)	(8.384.738)
VERGİ ÖNCESİ KÂR		42.031.417	17.962.000
Vergiler	37	(8.305.114)	(2.227.454)
NET DÖNEM KÂRI/(ZARARI)		33.726.303	15.734.546
HİSSE BAŞINA KAZANÇ	38	0,3031	0,1625

EK4: TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Finansal Tabloları

TEB Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi

31 Aralık 2005 Tarihi İtibariyle
KONSOLİDE BİLANÇO
(Para Birimi – Yeni Türk Lirası (YTL))

VARLIKLAR	Dipnot Referansları	Cari Dönem	Geçmiş Dönem
		Bağımsız Denetimden Geçmiş 31 Aralık 2005	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Yeniden Düzenlenmiş) 31 Aralık 2004
Cari/Dönen Varlıklar		40,944,426	21,749,242
Hazır Değerler	4	12,091,213	10,752,084
Menkul Kıymetler (net)	5	21,080,619	7,292,140
Ticari Alacaklar (net)	7	7,568,473	3,094,373
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	9	-	1,920
Diğer Alacaklar (net)	10	533	-
Ertelenen Vergi Varlıkları	11	-	-
Diğer Cari/Dönen Varlıklar	12	203,588	608,725
Cari Olmayan/Duran Varlıklar		3,701,415	4,948,397
Ticari Alacaklar (net)	7	-	-
İlişkili Taraflardan Alacaklar (net)	9	-	-
Diğer Alacaklar (net)	10	-	-
Finansal Varlıklar (net)	13	1,529,698	3,998,954
Pozitif / Negatif Şerefiye (net)	14	1,205,579	-
Maddi Varlıklar (net)	15	698,245	794,820
Maddi Olmayan Varlıklar (net)	16	107,760	52,393
Ertelenen Vergi Varlıkları	11	112,227	77,638
Diğer Cari Olmayan/Duran Varlıklar	12	47,906	24,592
Toplam Varlıklar		44,645,841	26,697,639

TEB Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi

31 Aralık 2005 Tarihi İtibariyle
KONSOLİDE BİLANÇO
(Para Birimi – Yeni Türk Lirası (YTL))

YÜKÜMLÜLÜKLER	Dipnot Referansları	Cari Dönem	Geçmiş Dönem
		Bağımsız Denetimden Geçmiş 31 Aralık 2005	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Yeniden Düzenlenmiş) 31 Aralık 2004
Kısa Vadeli Yükümlülükler		6,271,717	1,383,440
Finansal Borçlar (net)	6	-	-
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (net)	6	-	-
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	8	-	-
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	10	2,151,779	-
Ticari Borçlar (net)	7	493,562	195,143
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	9	168,282	98,904
Ahnan Avanslar	17	199,698	534,561
Borç Karşılıkları	19	1,604,015	122,480
Erteleme Vergi Yükümlülüğü	11	-	-
Diğer Yükümlülükler (net)	10	1,654,381	432,352
Uzun Vadeli Yükümlülükler		587,389	639,601
Finansal Borçlar (net)	6	-	-
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar (net)	8	-	-
Diğer Finansal Yükümlülükler (net)	10	-	-
Ticari Borçlar (net)	7	-	-
İlişkili Taraflara Borçlar (net)	9	-	-
Ahnan Avanslar	17	-	-
Borç Karşılıkları	19	573,003	639,601
Erteleme Vergi Yükümlülüğü	11	14,386	-
Diğer Yükümlülükler (net)	10	-	-
ANA ORTAKLIK DIŞI PAYLAR	20	5,544,945	-
ÖZSERMAYE		32,241,790	24,674,598
Sermaye	21	12,950,000	12,950,000
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi		-	-
Sermaye Yedekleri	21	8,789,218	8,629,244
Hisse Senedi İtraç Primleri		-	-
Hisse Senedi İptal Karları		-	-
Yeniden Değerleme Fonu		-	-
Finansal Varlıklar Değer Artış Fonu		204,785	60,304
Öz Sermaye Enflasyonu Düzeltmesi Farkları		8,584,433	8,568,940
Kar Yedekleri	22	640,402	159,129
Yasal Yedekler		640,402	159,129
Statü Yedekleri		-	-
Olağanüstü Yedekler		-	-
Özel Yedekler		-	-
Sermayeye Eklenecek İştirak Hisseleri ve Gayrimenkul Satış Kazançları		-	-
Yabancı Para Çevrim Farkları		-	-
Net Dönem Karı/Zararı		8,376,480	-
Geçmiş Yıl Karları/Zararları	23	1,485,690	2,936,225 (*)
Toplam Öz Sermaye ve Yükümlülükler		44,645,841	26,697,639

TEB Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi

31 Aralık 2005 Tarihinde Sona Eren Döneme Ait
KONSOLİDE GELİR TABLOSU
(Para Birimi – Yeni Türk Lirası (YTL))

		Cari Dönem
		Bağımsız
	Dipnot	Denetimden Geçmiş
	Referansları	1 Ocak -
		31 Aralık 2005
Esas Faaliyet Gelirleri		
Satış Gelirleri (net)	31	265,235,079
Satışların Maliyeti (-)	31	(263,744,201)
Hizmet Gelirleri (net)	31	27,447,065
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/faiz+temettü+kira (net)	31	5,514,937
Brüt Esas Faaliyet Karı		34,452,880
Faaliyet Giderleri (-)	32	(18,299,943)
Net Esas Faaliyet Karı		16,152,937
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Karlar	33	176,021
Diğer Faaliyetlerden Gider ve Zararlar (-)	33	(284,433)
Finansman Giderleri (-)	34	(261,022)
Faaliyet Karı		15,783,503
Net Parasal Pozisyon Karı/Zararı	35	-
Ana Ortaklık Dışı Kar	20	(2,684,074)
Vergi Öncesi Kar		13,099,429
Vergiler	36	(4,722,949)
Net Dönem Karı		8,376,480

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
31 ARALIK 2007 TARİHİ İTİBARIYLA KONSOLİDE BİLANÇO
(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası ("YTL") cinsinden ifade edilmiştir)

VARLIKLAR	Not	31 Aralık 2007 YTL	31 Aralık 2006 YTL
Cari / Dönen Varlıklar		64.690.911	67.932.240
Hazır değerler	4	11.871.981	10.045.981
Menkul kıymetler (net)	5	20.958.834	27.086.896
Ticari alacaklar (net)	7	31.751.383	30.700.524
İlişkili taraflardan alacaklar (net)	9	-	-
Diğer alacaklar	10	-	922
Ertelenen vergi varlıkları	11	-	-
Diğer cari ve dönen varlıklar	12	108.713	97.917
Cari Olmayan / Duran Varlıklar		2.742.053	2.748.728
Ticari alacaklar (net)	7	-	-
İlişkili taraflardan alacaklar (net)	9	-	-
Diğer alacaklar (net)	10	-	-
Finansal varlıklar (net)	13	-	-
Pozitif / negatif şerefiye (net)	14	1.205.579	1.205.579
Maddi varlıklar (net)	15	897.337	901.105
Maddi olmayan varlıklar (net)	16	510.272	500.352
Ertelenen vergi varlıkları	11	64.498	86.598
Diğer cari olmayan ve duran varlıklar	12	64.367	55.094
Toplam Varlıklar		67.432.964	70.680.968

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**31 ARALIK 2007 TARİHİ İTİBARIYLA KONSOLİDE BİLANÇO**

(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası ("YTL") cinsinden ifade edilmiştir)

YÜKÜMLÜLÜKLER	Not	31 Aralık	31 Aralık
		2007	2006
		YTL	YTL
Kısa Vadeli Yükümlülükler		19.709.273	28.739.540
Finansal borçlar (net)	6	-	210.385
Uzun vadeli finansal borçların kısa vadeli kısımları (net)	6	-	-
Finansal kiralama işlemlerinden borçlar (net)	8	-	-
Diğer finansal yükümlülükler (net)	10	12.582.500	23.684.759
Ticari borçlar (net)	7	295.639	377.672
İlişkili taraflara borçlar (net)	9	261.373	540.425
Alınan avanslar	17	1.999.151	1.099.074
Borç karşılıkları	19	1.689.987	618.183
Ertelenen vergi yükümlülüğü	11	-	-
Diğer yükümlülükler (net)	10	2.880.623	2.209.042
Uzun Vadeli Yükümlülükler		807.024	637.761
Finansal borçlar (net)	6	-	-
Finansal kiralama işlemlerinden borçlar (net)	8	-	-
Diğer finansal yükümlülükler (net)	10	-	-
Ticari borçlar (net)	7	-	-
İlişkili taraflara borçlar (net)	9	-	-
Alınan avanslar	17	-	-
Borç karşılıkları	19	794.263	637.761
Ertelenen vergi yükümlülüğü	11	12.761	-
Diğer yükümlülükler (net)	10	-	-
Ana Ortaklık Dışı Paylar	20	5.124.072	5.408.430
Özsermaye		41.792.595	35.895.237
Sermaye	21	12.950.000	12.950.000
Karşılıklı iştirak sermaye düzeltmesi	21	-	-
Sermaye yedekleri	22	8.786.313	8.471.267
-Hisse senetleri ihraç primleri		-	-
-Hisse senedi iptal karları		-	-
-Yeniden değerlendirme fonu		-	-
-Finansal varlıklar değer artış fonu		201.880	(113.166)
-Özsermaye enflasyon düzeltmesi farkları		8.584.433	8.584.433
Kar yedekleri	23	3.424.691	1.883.230
-Yasal yedekler		3.424.691	1.883.230
-Statü yedekleri		-	-
- Olağanüstü yedekler		-	-
-Özel yedekler		-	-
-Sermayeye eklenecek iştirak hisseleri ve gayrimenkul satış kazançları		-	-
-Yabancı para çevrim farkları		-	-
Net dönem karı / zararı		14.117.935	9.836.699
Geçmiş yıllar kar / zararları	24	2.513.656	2.754.044
Toplam Özsermaye ve Yükümlülükler		67.432.964	70.680.968

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.31 ARALIK 2007 TARİHİ İTİBARIYLA SONA EREN YILA AİT KONSOLİDE GELİR TABLOSU
(Tutarlar aksi belirtilmedikçe Yeni Türk Lirası ("YTL") cinsinden ifade edilmiştir)

GELİR TABLOSU	Not	1 Ocak -	1 Ocak -
		31 Aralık	31 Aralık
		2007	2006
		YTL	YTL
ESAS FAALİYET GELİRLERİ			
Satış gelirleri	32	1.003.783.186	614.288.347
Satışların maliyeti	32	(1.002.926.878)	(614.330.014)
Hizmet gelirleri (net)	32	38.391.970	30.188.856
Esas faaliyetlerden diğer gelirler/faiz temettü (net)	32	12.142.712	8.734.682
BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI		51.390.990	38.881.871
Faaliyet giderleri (-)	33	(28.211.085)	(22.305.680)
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI		23.179.905	16.576.191
Diğer faaliyetlerden gelir ve karlar	34	82.389	345.841
Diğer faaliyetlerden gider ve zararlar (-)	34	(146.026)	(60.016)
Finansman giderleri (-)	35	(3.239.901)	(1.623.503)
FAALİYET KARI/ZARARI		19.876.367	15.238.513
Net parasal pozisyon kar / zararı	36	-	-
Ana ortaklık dışı kar / zarar	20	(1.672.243)	(2.204.278)
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR		18.204.124	13.034.235
Vergiler	37	(4.086.189)	(3.197.536)
NET DÖNEM KARI/ZARARI		14.117.935	9.836.699
HİSSE BAŞINA KAZANÇ	38	-	-

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Volkan KARAKOÇAK

Doğum Yeri : Kadıköy

Doğum Yılı : 1984

Medeni Hali : Bekar

EĞİTİM VE AKADEMİK BİLGİLER

Lise 1998 - 2002 : Vali Vecdi Gönül Lisesi – Yabancı Dil Ağırlıklı

Lisans 2002 - 2006 : Muğla Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü

Yabancı Dil : İngilizce

MESLEKİ BİLGİLER

2006-2007 : Muğla Özsoylar Doğaltaş Madencilik A.Ş.'de İhracat Sorumlusu

2007- : Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Yatırım Danışmanı