

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
FİNANS ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS
YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

TÜREV PİYASALAR VE RİSK YÖNETİMİ

Yüksek Lisans Tezi

Ümit TURA

100036681

İstanbul, 2017

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
FİNANS ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS
YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

TÜREV PİYASALAR VE RİSK YÖNETİMİ

Yüksek Lisans Tezi

Ümit TURA

100036681

Danışman : Prof. Dr. Yusuf TUNA

İstanbul, 2017

YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAY FORMU

.....Finans.....
Anabilim Dalı ..U. A. Bozbalaban ve Finans.....
yüksek lisans programı ..100036681..... numaralı öğrencisi ..Umit TURK.....
.....“İktisadi Dövizler ve Risk Yönetimi”.....”
başlıklı tez çalışması jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

TEZ DANIŞMANI : Prof. Dr. Yusuf TUNA.....

JÜRİ ÜYESİ : Yrd. Doç. Dr. Hilmi ERSOY.....

JÜRİ ÜYESİ : Yrd. Doç. Dr. Ferit GÜNCELER.....

A. Tuna
Hilmi
OT

İstanbul Ticaret ÜniversitesiFinans..... Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun ..31.01.2017..
Tarih, 48./13. sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Hazırlamış olduğum tez özgün bir çalışma olup YÖK ve İstanbul Ticaret Üniversitesi Lisansüstü Yönetmeliklerine uygun olarak hazırlanmıştır. Ayrıca, bu çalışmayı yaparken bilimsel etik kurallarına tamamiyle uyduğumu; yararlandığım tüm kaynakları gösterdiğimi ve hiçbir kaynaktan yaptığım ayrıntılı alıntı olmadığını beyan ederim. Bu tezin ihtiva ettiği tüm hususlar Şahsi görüşüm olup İstanbul Ticaret Üniversitesinin resmi görüşünü yansıtmamaktadır.

Ümit Tura



ÖZET

Hızlı bir değişim sürecinin yaşandığı günümüzde, küreselleşmenin etkisiyle piyasalar dünya çapında çok hızlı ve dalgalı bir şekilde çalışmaya devam etmektedir. Bu dalgalanma piyasalarda çok ciddi riskleri ön plana çıkarmaktadır. Herhangi bir ülkede açıklanan veriler, herhangi bir bölgede yaşanan olaylar veya piyasalardaki risk algısı finans piyasalarını yüzeysel veya derinden etkilemektedir. Hayatta her an var olan risk, iş dünyasında da önem arz etmektedir. Bu etkiler özellikle döviz pariteleri, borsalar ve emtia fiyatları üzerinde görüldüğü için genel yapı itibariyle açıkta pozisyonu bulunan yatırımcılar ve dış ticaret işlemleri gerçekleştiren kurumlar şayet önlem almamışlarsa bu durumdan ciddi zarar görmektedir. Finansal piyasaların bir parçası olan türev piyasaların ve türev ürünlerin gelişmesiyle bu risklerden korunmak artık mümkün hale gelmekte ve risk yönetimiyle alakalı her geçen gün farklı yöntemler ortaya çıkmaktadır. Bu çalışma ile piyasalarda yaşanan dalgalanmaların neden olabileceği risklerin minimize edilebilmesi için risk yönetimi kapsamında türev ürünlerin kullanımını konusu anlatılmaya çalışılmıştır.

ABSTRACT

In these days of rapid changes, due to the influence of globalization, markets continue to work very quickly and fluctuately in all over the world. This fluctuation poses very serious risks in these markets. The announced data in any country, events happening in any region or risk perception in the markets have a trivial or profound effect on the financial markets. The risk that exists at any moment in life is also important in business world. As these effects are especially seen on foreign currency parity, stock exchange, and commodity prices, investors with open position and institutions that carry out foreign trade transactions are seriously damaged if they do not take measures. With the development of derivatives markets and products, which are part of the financial markets, it is now possible to hedge against these risks and different methods are gradually emerging in terms of risk management. With this study, it is aimed to explain the use of derivative products in the context of risk management in order to minimize the risks that may be caused by fluctuations in the market.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	iii
ABSTRACT.....	ii
ŞEKİLLER.....	vii
KISALTMALAR	viii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜREV PİYASALAR VE TÜREV ÜRÜNLER

1.1 Türev Piyasa Kavramı ve Türev Ürünler.....	3
1.2.Türev Ürünlerin Tarihi.....	4
1.3 Türev Piyasa Katılımcıları	7
1.3.1 Spekülasyon	7
1.3.2 Arbitraj	7
1.3.3 Riskten Korunma	8
1.4 Türev Ürünlerin Çeşitleri.....	8
1.4.1 Forward Sözleşmeler.....	8
1.4.1.1 Forward İşlem Çeşitleri	9
1.4.1.2 Yabancı Para (Döviz) Forward Sözleşmeleri	10
1.4.1.3 Faiz Forward Sözleşmeleri	12
1.4.1.4 Forward Sözleşmelerin Riski	12
1.4.2 Futures (Gelecek) Sözleşmeleri	13
1.4.2.1 Futures Sözleşmelerin Özellikleri	15
1.4.2.3 Futures Sözleşme Çeşitleri	17
1.4.2.3.1 Döviz Futures Sözleşmeleri	17
1.4.2.3.2 Faiz Futures Sözleşmeleri	18
1.4.2.3.3 Emtia (Mal) Futures Sözleşmeleri	18
1.4.2.3.4 Endeks Futures Sözleşmeleri	19
1.4.2.4 Futures Sözleşmelerin Avantajları ve Dezavantajları	19
1.4.2.5 Futures ve Forward Sözleşmelerin Karşılaştırılması.....	21
1.4.3 Opsiyonlar.....	24
1.4.3.1 Opsiyonda Taraflar	25

1.4.3.2 Opsiyon Sözleşme Çeşitleri.....	27
1.4.3.2.1 Avrupa Tipi Opsiyonlar	27
1.4.3.2.2 Amerikan Tipi Opsiyonlar	27
1.4.3.2.3 Alım Opsiyonu (Call Option)	28
1.4.3.2.4 Satım Opsiyonu (Put Option)	30
1.4.4 Swap.....	33
1.4.4.1 Swap Piyasalarının İşleyişi ve Kullanım alanları	34
1.4.4.2 Swap Sözleşme Türleri.....	35
1.4.4.2.1 Para Swap Sözleşmeleri.....	35
1.4.4.2.2 Faiz Swap Sözleşmeleri.....	36

İKİNCİ BÖLÜM

RİSK VE RİSK YÖNETİMİ

2.1 Risk Kavramı	38
2.2 Risklerin Sınıflandırılması.....	39
2.2.1 Sistematik Risk.....	40
2.2.1.1 Satın Alma Gücü Riski.....	41
2.2.1.2 Faiz Oranı Riski.....	42
2.2.1.3 Piyasa Riski	43
2.2.1.4 Politik Risk	44
2.2.1.5 Kur Riski	45
2.2.2 Sistematik Olmayan Risk.....	45
2.2.2.1 Finansal Risk	46
2.2.2.2 İş ve Endüstri Riski	47
2.2.2.3 Yönetim Riski.....	47
2.3 Risk Yönetimi	48
2.4 Risk Yönetiminin Amacı	49
2.5 İşletmelerde Risk Yönetim Süreci	49
2.6 Risk Yönetiminin İşletmelere Sağladığı Faydalar	50

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
KORUNMA (HEDGING) STRATEJİLERİ

3.1 Hedging.....	52
3.2 Hedging'in Temel Prensipleri.....	54
3.3 Kur Riskinden Korunma Alternatifleri	55
SONUÇ	58
KAYNAKÇA.....	60



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Türev Ürünlerin Sınıflandırılması	8
Şekil 2: Call ve put opsiyonlarda hak ve yükümlülükler	26
Şekil 3: Uzun Alım Opsiyon Sahibinin Kar-Zarar Durumu	29
Şekil 4: Alım Opsiyonunda Opsiyon Yazıcısının Kar-Zarar Durumu	30
Şekil 5: Alıcı Açısından Satım Opsiyonu ve Kar-Zarar Durumu	31
Şekil 6: Opsiyon Yazıcısı Açısından Satım Opsiyonu ve Kar-Zarar Durumu	32
Şekil 7: Riskin Sınıflandırılması	40



KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BIST	: Borsa İstanbul
CBOE	: Chicago Board Options Exchange
CBOT	: Chicago Board of Trade
CME	: Chicago Emtia Borsası
GNMA	: Government National Mortgage Association
IMM	: International Monetary Market
KCBT	: Kansas City Board of Trade
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
USD	: Amerikan Doları

GİRİŞ

Hızlı bir değişim sürecinin yaşandığı günümüzde, teknolojik gelişmelerle bütünleşen dünya ekonomilerinin küreselleşme eğilimi uluslararası ekonomilerin çağdaş finansman teknikleri gelişmekte olan ülkelerde de kullanılmaya başlanmıştır. 1973 yılında Bretton-Woods sisteminin sona ermesiyle uygulanmaya başlanan dalgalı kur sistemi ve ardından meydana gelen petrol krizleri ve 1980 li yılların başında serbestleşen finansal piyasalarla birlikte özellikle emtia ve döviz kurlarında aşırı dalgalanmalar meydana gelmiştir. Hayatta her an var olan risk, bu dalgalanmalarla birlikte piyasalarda çok ciddi riskleri ön plana çıkarmaktadır ve reel sektör açısından ciddi zararlara yol açmaktadır.

1980'li yıllarda özellikle finansal piyasaların serbestleşmesiyle beraber finansal sistemde yaşanan gelişmeler finansal piyasalarda aşırı hareketliliğe neden olmuş ve finansal risk kavramını ön plana çıkarmıştır. Risk, yatırımcıların karşılaşılabileceği muhtemel zarar ve kayıplara işaret etmektedir. Finansal piyasalarda ortaya çıkan risk kontrol edilemez ise büyük kayıplara yol açabilir. Bu nedenle önemi çok daha fazladır. Dolayısıyla yatırımcılar, söz konusu zarar ve kayıpları engelleyebilmek için farklı enstrüman ve teknikleri kullanarak karşılaşılabilecekleri riskleri yönetmek durumunda kalmaktadır. Böylelikle, önceden bilinmeyen ancak ortaya çıktığında müdahale edilebilecek risklere karşı da kendini koruma altına almaya çalışmaktadır.

Yatırımcıların karşı karşıya kaldıkları risklerden finansal piyasaların gelişmesiyle korunmak mümkün hale gelmiştir ve risk yönetimiyle alakalı farklı yöntemler ortaya çıkmıştır. Emtia fiyatları, döviz kuru, faiz oranları ve fiyatlar genel seviyesindeki dalgalanmalardan kaynaklanan risklerden korunabilmek amacıyla yeni finansal araçlar geliştirilmiştir. Özellikle işletmeler fiyatlardaki dalgalanmaların neden olduğu kayıpları en aza indirmek veya yok etmek için korunma olarak adlandırılan tedbirler almaya başlamışlardır. Risklerin üçüncü kişilere aktarılması için geliştirilen riskten korunma (hedging) teknikleri 1970'li yılların sonundan itibaren özellikle Kuzey Amerika ve Avrupa'da uygulanmaya başlanmıştır. Türev araçlar olarak ifade edilen bu araçlar, sadece riskten korunma amaçlı olarak değil, zaman içinde yatırım amaçlı olarak da kullanılmaya başlanmıştır.

Bu çalışmanın amacı yatırımcıların piyasalarda karşılaştıkları finansal risklerin neden olduğu zarar ve kayıpların ciddi bir sorun haline gelmemesi için bu risklerin üçüncü kişilere aktarılması için geliştirilmiş olan riskten korunma teknikleri incelenmiştir. Ayrıca bu çalışma ile türev piyasaların risk yönetiminde daha etkin ve verimli kullanılabilmesi için türev ürünler hakkındaki bilgiler detaylı bir şekilde verilmiştir.

Çalışma üç ana başlıktan oluşmaktadır. Birinci bölümde türev ürünlerin tarihi, tanımı, özellikleri ve kullanım alanları üzerinde durulmuştur. İkinci bölümde genel anlamda riskin tanımı, risk çeşitleri, risk yönetimi ve risk yönetiminin faydaları üzerinde durulmuştur. Üçüncü bölümde ise çalışmanın esas konusunu oluşturan korunma stratejileri üzerinde durulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜREV PİYASALAR VE TÜREV ÜRÜNLER

Çalışmanın bu bölümünde türev piyasa kavramı, türev ürünlerin tarihi, türev ürün çeşitleri, türev ürünlerin tanımları ve türev ürünlerin özellikleri hakkında finans literatüründe yer alan bilgilere ayrıntılı olarak yer verilmiştir.

1.1 Türev Piyasa Kavramı ve Türev Ürünler

Türev piyasalar kavramı, herhangi bir malın veya finansal aracın ilerideki bir tarihte teslimatı veya nakit uzlaşısı yapılmak üzere bugünden alım ve satımının yapılması olarak tanımlanabilir.¹ Türev piyasalarda işlem gören türev ürünler ise Forward (Vadeli), Futures (Gelecek), Opsiyon ve Swap (Takas) piyasalarından oluşmaktadır.²

Vadeli işlem piyasalarında alım ve satıma konu olan kıymetler, vadeli işlem sözleşmeleridir. Türev piyasalar olarak da adlandırılan vadeli işlem sözleşmeleri, hisse senedi veya tahvil gibi finansal enstrümanlar olmayıp standart bir büyüklükte, vadesi önceden belirlenmiş ve sözleşmeye konu olan varlığın teslimini içeren türev enstrümanlardır.³

Vadeli işlem sözleşmeleri genellikle tarım, metal ve enerji ürünleri gibi mallara, pay senedi ve pay senedi endekslerine, döviz ve faiz oranlarına dayalı olarak düzenlenmektedir. Ayrıca günümüz dünyasında mali piyasaların hızla gelişmesi ve buna paralel olarak yatırımcı ihtiyaçlarının da değişmesiyle kredi riski, hava durumu gibi farklı değişkenlere dayalı olarak düzenlenen vadeli işlem sözleşmeleri de işlem görmeye başlamıştır. Spot piyasada açıkta pozisyonu olup fiyat farkından kaynaklanabilecek risklerden korunmak isteyen yatırımcılar ileriki tarihte fiyatı sabitlemek amacıyla vadeli işlem piyasasında korunma amaçlı işlem yaparken, Piyasanın likit olmasını sağlayan spekülâtörler ise fiyat hareketlerinden kazanç

¹ E. Şule Aydeniz, **İşletmelerde Gelecek (Futures) ve Opsiyon Sözleşmeleri ile Risk Yönetimi**, İstanbul, Arıkan Basım Yayım, 2008, s.39

² A.e. s.39

³ Yalçın Karatepe, **Türev Piyasaları, A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını**, Yayın No: 587, Ankara, 2000, s.3

sağlamak amacıyla risk alıp spekülasyon amaçlı işlem yapmaktadırlar. Bunun yanı sıra aynı zamanda vadeli ve spot piyasa arasında oluşan fiyat farklılıklarından veya aynı vadeli işlem sözleşmelerinin piyasalar arasındaki fiyat farkından kar elde etmek için arbitraj amaçlı işlemler yapılmaktadır. Arbitraj amacıyla yapılan işlemler de, bir piyasada alış, diğer piyasada da satış yapıldığı ve açıkta pozisyon taşınmadığı için herhangi bir risk üstlenilmemektedir.⁴

Spot piyasalarda oluşan veya oluşabilecek hızlı fiyat hareketlerinden kaynaklanan risklere maruz kalmak istemeyen yatırımcılar ve bu riskleri taşımaya istekli olan spekülörler arasında bir aracı rolü üstlenen türev piyasalar, ülkelerin mali ve finansal sistemlerinin gelişmesinde büyük katkı sağlamaktadırlar. Türev piyasaların var oluşuyla finansal sistemlerde; fiyatlar daha etkin olarak oluşmakta, likidite hızla artmakta ve piyasalara ulaşan haberler fiyatlara hızla yansımaktadır. Türev piyasalar spot piyasalarda oluşan likiditeyi hiçbir zaman azaltıcı etkide bulunmayıp, tam aksine spot piyasaların hareketlenmesine katkı sağlamaktadır.⁵

1.2. Türev Ürünlerin Tarihi

Türev ürünler ve türev ürün sözleşmelerinin işlem gördüğü piyasalar oldukça eski tarihlere dayanmaktadır. Vadeli işlemler, ilk çağda tarımla uğraşan çiftçilerin ihtiyacını karşılamak amacıyla ortaya çıkmıştır. Ürünlerin üretim miktarı, ekim, hasılat dönemleri farklı olduğu ve fiyat riski meydana geldiği için çiftçiler fiyat dalgalanmalarından korunmak için, ürünlerin hasat zamanından daha önce alınıp satılması şekliyle türev uygulamaları başlatmıştır.⁶

Vadeli yada türev piyasalara yönelik bilinen ilk işlem M.Ö. 5. yüzyılda Thales tarafından çiftçilerle yapılan ve sonucunda büyük karlar elde ettiği belirtilen opsiyon sözleşmesidir. Gelecek dönemde zeytin rekoltesinin önceki yıllara göre zeytin iyi olacağına yönelik tahminde bulunan Thales o dönemde zeytinyağı üreticimi yapan üreticilerle küçük miktarda bir teminat karşılığında, hasat zamanı geldiğinde,

⁴ SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları – 8, “Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri” Çevrimiçi, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=77&fn=77.pdf>, Erişim Tarihi 12.01.2017,s.4.

⁵ Seher Kadioğlu, “Finansal Krizler Ve Türev Ürünler”, (Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi) İstanbul:2012, s.40.

⁶ Hayri Kozanoğlu, **Uçuramayan Balon**, Finans, Ayrıntı Yayınları, İstanbul, 2011, s.172

atölyelerini özel kullanmak konusunda anlaşma yapmıştır. Buna bağlı olarak Hasat döneminde atölyelerin kullanım hakkı Thales de olduğu için, hasat zamanı geldiğinde zeytinyağı üreticileri, bol olan zeytin hasatını işleyebilmek için kendi atölyelerinin kullanımını konusunda Thales'e başvurmak zorunda kalmışlardır. Zeytin rekoltesi eğer hasat dönemi düşük gerçekleşmiş olsaydı, Thales ödemiş olduğu teminat kadar zarar etmiş olup, kiralamış olduğu atölyeleri kullanmasının anlamı kalmayacaktı.

Türev ürünlerin bir parçası olan forward antlaşmalar ilk olarak 12. yüzyılda Avrupa'da ticaretin gelişmesiyle birlikte türev enstrümanlardan forward antlaşmalar tüccarlar arasında ilk defa 12. yüzyılda oluşturulmuş ve pazar mektupları (letter of the fair - a lettre de faire) olarak adlandırılmışlardır. Futures işlemlere yönelik ilk bulgular ise 17. yüzyılda Japonya'da görülmüştür. O dönemde ellerindeki fazla miktarda bulunan pirinçleri şehirlerdeki ambarlara nakleden ve aynı zamanda çıkarılmış olan biletlerle pirincin gelecekteki teslimatını da taahhüt eden feodal Japon toprak sahipleri, bu biletlerle gelecekte belli bir tarihte, belirlenmiş fiyattan, kalitesi önceden belirlenmiş pirinçlerin teslim alma hakkını garanti edilmektedir. Bu biletler 1730'da Osaka yakınındaki Dojima pirinç piyasasında işlem görmüştür. Dojima piyasasındaki işlem kuralları ise günümüz modern futures borsalarına benzerlik göstermektedir.⁷

İlk olarak gelişmiş piyasalarda kurulan türev piyasalar, işlevsellikleri ve yararlılıkları bakımından daha sonra gelişmekte olan piyasalarında dikkatini çekmiştir. Türev ürünlerin spot piyasadaki fiyat oluşum sistemine ve likiditeye etkisi, yeni ürün imkanlarıyla yatırıma yönelik alternatifleri çoğaltması, Sistematik riskin azaltılmasına yardımcı olması, varlık dağılım olanaklarını en uygun düzeyde gerçekleştirmesi, tamamlayıcı özellikler taşıması ve ülke sınırları içinde veya ülkeler arası risk transferine imkan sağlaması gibi nedenlerle gelişmekte olan piyasalar tarafından kullanımı yaygınlaşmıştır.⁸

Alkan'a göre Amerika'nın Chicago kentinin vadeli işlem piyasalarının tarihinde önemli bir yeri bulunmaktadır. 1833 yılına kadar köy olarak bilinen Chicago'nun 1937 yılında şehir statüsüne kavuştuğunda nüfusunun 4107 kişi olarak bilinmektedir.

⁷ Rıza Aşıkoğlu ve Kayahan Cantürk, **Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye'nin Türev Piyasa Görünümü. Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi.** Cilt: X. Sayı: II. 2008, s. 159.

⁸ Yücel Arıçay, **Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Piyasaları Olası Etkileri, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi,** (5) 2003/1, s.2

Michigan gölü kıyısında bulunan Chicago, Amerika’da bulunan diğer büyük göllere ve orta batıya kadar ulaşım imkanına sahip olması nedeniyle stratejik bir öneme sahiptir. Bu konumun sağladığı avantajla Chicago’nun hızla gelişen bir ticaret merkezi olmuştur. Ayrıca Chicago’nun çevresinde yetişen tarım ürünlerinin bu bölgeye taşınıp depolanarak ticaretinin yapıldığı bilinmektedir. Arz ve talep dalgalanmaları nedeniyle tarımsal ürünlerin fiyatı yılın belli dönemlerinde çok düşük olurken, diğer dönemlerde ise aşırı yükselmekteydi. Arzın talepten çok fazla olduğu dönemlerde üreticiler zarar ederken, tam tersi durumda ise söz konusu mal piyasada bulunamıyordu. Yeterli depolama sistemlerinin bulunmadığı o yıllarda ulaşım zorlukları da piyasalarda yaşanan hareketliliğin artmasında etkili olmuştur. Bu durum karşısında üretici ve tüccarlar çözüm olarak kendi aralarında geleceğe yönelik ticari sözleşmeler yapmayı tercih etmeye başlamışlardır. Geleceğe yönelik ilk kayıtlı sözleşme 13 Mart 1851’ de 3000 kile mısır üzerinde Haziran ayı Chicago teslimi olarak yapılmıştır. İki taraf arasında karşılıklı güvene dayalı olarak yapılan geleceğe yönelik sözleşmeler fiyat değişimleri aleyhine olan tarafın yükümlülüklerini yerine getirmeyebilmesi nedeniyle tam olarak ihtiyaca cevap verememekteydi. Bunun üzerine arayışlarına devam eden 82 tüccar tarafından tarımsal ürünlerin alıcı ve satıcıların merkezi bir yerde işlem yapmaları ve bunun yanında şehirde ticaretin gelişmesi amacıyla 1848 yılında Chicago Ticaret Odası (Chicago Board of Trade, CBOT) kurulmuştur.⁹ bu borsayı 1972 yılında vadeli işlemler üzerine kurulan New York pamuk borsası takip etmiştir.¹⁰

1972 yılında Chicago Emtia Borsası (Chicago Mercantile Exchange, CME) bünyesinde Uluslararası Para Piyasası’nın (International Monetary Market, IMM) kurulması ile dövizde dayalı ilk vadeli işlem sözleşmeleri (currency futures) işleme açıldı. Bunu faiz vadeli işlem sözleşmeleri izledi. 1975 yılında CBOT bünyesinde Government National Mortgage Association (GNMA) sözleşmeleri ile birlikte faize dayalı ilk vadeli işlem sözleşmeleri de işlem görmeye başlamış oldu. Dünyada hisse senedi endeksi üzerine ilk vadeli işlemler ise 24 Şubat 1982 tarihinde Kansas Ticaret Odası (Kansas City Board of Trade, KCBT) tarafından Value Line Composite Index

9 Gönül Alkan, **Finansal Piyasalar ve Kurumlar**, Ankara, Detay Yayıncılık,2015,s.4-5
10 Rıza Aşıkoğlu ve Kayahan Cantürk, **Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye’nin Türev Piyasa Görünümü**. Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi. Cilt: X. Sayı: II. S.159

üzerine düzenlenmiştir. 1970’li yılların ikinci yarısında Avrupa kıtasında da vadeli işlem borsalarının kurulmaya başlamış ve günümüze kadar hızlı bir gelişme göstermiştir.¹¹

1.3 Türev Piyasa Katılımcıları

Türev Piyasalar, piyasalarda ortaya çıkabilecek kar fırsatlarını değerlendirerek spekülâtif bir kazanç sağlamayı hedefleyen yatırımcılar tarafından spekülasyon amacıyla, aynı anda risk almadan farklı piyasalarda oluşan fiyat farklarından yararlanarak bir piyasada alım ve diğer bir piyasada satım yapan yatırımcılar tarafından arbitraj amacıyla ve üzerinde risk taşımak istemeyen yatırımcılar tarafından riskten korunma amacıyla, üç farklı risk grupları tarafından kullanılmaktadır.

1.3.1 Spekülasyon

Türev piyasaların kullanım amaçlarından biri olan spekülasyon, spekülâtörler tarafından piyasada yön tahmini yapılarak pozisyon alınmasıdır. Spekülasyon amacıyla yapılan işlemlerde, yatırımcı risk alarak piyasada oluşan fiyat hareketlerinden yararlanarak alım ve satımlarla kar elde etmeye çalışmaktadır. Özellikle kaldıraç etkisi olması nedeniyle vadeli işlem piyasaları spekülâtörlere oldukça avantaj sağlayan ürünler sunmaktadır. Spekülâtörler tarafından yapılan alım ve satım işleri zaman zaman ani fiyat hareketlerine neden olsa da, piyasada likidite ve işlem hacmini de artırmaktadır.

1.3.2 Arbitraj

Arbitraj amaçlı işlemler, aynı anda, aynı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü piyasalarda, piyasalar arasında oluşan fiyat farklarından veya spot piyasa ile vadeli işlem piyasası arasında oluşan fiyat farklarından yararlanılarak kar elde edilmeye çalışılan işlemlerdir. Arbitraj işlemlerinde aynı anda bir piyasada alım, diğer piyasada satım yapıldığı için herhangi bir risk taşınmamaktadır.¹²

11 Borsa İstanbul, VIOP Hakkında Sıkça Sorulan Sorular, Aralık 2015, Çevrimiçi, <http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/VIOP-Hakkinda-SSS.pdf>, Erişim Tarihi: 12.01.2017

12 SPK, **Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri, SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları – 10**, Ankara, Haziran 2016, s.3

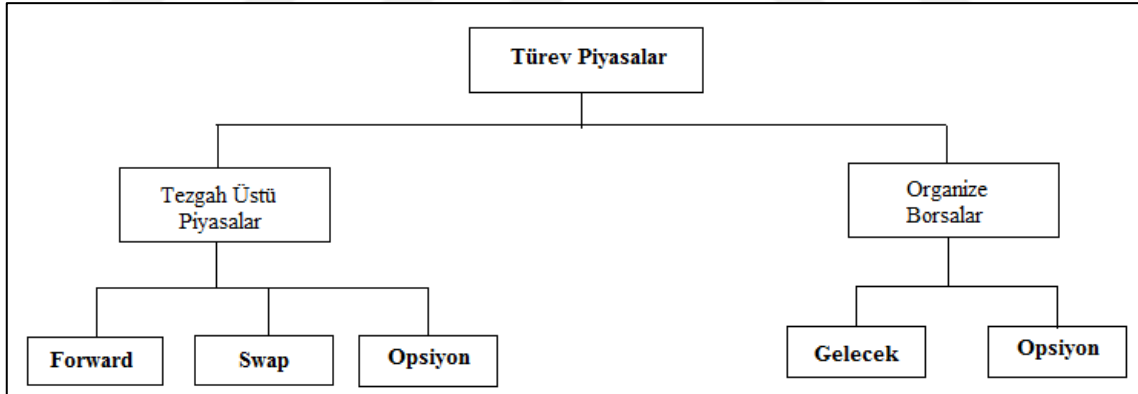
1.3.3 Riskten Korunma

Türev piyasaların en temel işlevi, bu piyasalar tarafından ortaya konulan riskten korunma fonksiyonu olduğu bilinmektedir. Korunma işlevi sayesinde risk, risk almaya istekli olan spekülâtorlere transfer edilmekte olup, korunma mekanizması ile bir tür sigorta sağlanmış olmaktadır. Böylelikle, türev sözleşmeler, riskleri, ekonomideki farklı birey ve gruplar arasında etkin bir şekilde dağıtma işlevi yüklenmiş olmaktadır.¹³

1.4 Türev Ürünlerin Çeşitleri

Türev ürünler, forward (alivre) sözleşmeler, gelecek (futures) sözleşmeleri, opsiyon (options) ve swap sözleşmelerinden oluşmaktadır. Forward ve swap ürünleri organize olmamış, yani tezgah üstü piyasalarda işlem görürken, gelecek sözleşmeleri ise organize borsalarda işlem görmektedir. Opsiyon sözleşmeleri hem borsada hem de tezgah üstü piyasalarda işlem görmektedir. Şekil I 'de türev ürünlerin sınıflandırılması gösterilmiştir.

Şekil 1: Türev Ürünlerin Sınıflandırılması



Kaynak: E. Şule Aydeniz, *İşletmelerde Gelecek (Futures) ve Opsiyon Sözleşmeleri ile Risk Yönetimi*, İstanbul, Arıkan Basım Yayım, 2008, s.39

1.4.1 Forward Sözleşmeler

Bir forward sözleşme, bir varlığın fiyatı bugünden belirlenen, alıcı ve satıcı arasında imzalanıp ve gelecek bir tarihte teslimini içeren bir anlaşmadır. Forward sözleşmeler her türlü mal ve hizmet ile ilgili düzenlenebildiği gibi hisse senedi, endeks, yabancı para ve borç gibi finansal varlıklar için de düzenlenebilir. Forward işlemler de

¹³ Yücel Arıçay, a.g.e, s.5

alıcı ve satıcı söz konusu varlığın fiyatı ve miktarı hakkında anlaşma sağlamışlardır.¹⁴

Türkçe karşılık olarak vadeli işlemler olarak adlandırılan forward işlemler genellikle döviz ve faizler üzerine yapılmaktadır. Vadeli işlemlerde ilke olarak sözleşmenin yapıldığında anda bir ödeme yapılmaz. Vadeli işlem piyasaları kullanılarak gelecekte ortaya çıkabilecek riskler ortadan kaldırılabılır. Örnek olarak vadeli bir döviz sözleşmesinde fiyatlar önceden belirlenip kararlaştırıldığı için ön görülen kur riskine karşı yatırımcılar kendilerini koruma altına alabilirler.

Vadeli işlemler, merkezi bir yeri olmayan, bankalar ve brokerların müşterileriyle aralarında yaptıkları işlemlerdir. Diğer piyasa katılımcılarının veya üçüncü kişilerin yapılan forward sözleşmelerden habersiz olmaları nedeniyle bu sözleşmeler gelecekte oluşacak fiyatlara yönelik net bir referans özelliği taşımamaktadırlar. Vadeli sözleşmeler standart sözleşmeler olmadıkları için, sözleşme ile ilgili detayları taraflar serbestçe belirleyebilir. Aynı zamanda taraflar birbirlerini iyi tanıyan ve karşılıklı birbirlerine güvenen kişilerdir. Çünkü vadeli sözleşme şartlarının yerine getirilmesi tarafların iyi niyetine bağlıdır. Vadeli sözleşmeler karşılıklı güvene dayandığı için ikincil piyasası yoktur ve üçüncü kişilere devredilemez. Bu işlemlerin gerçekleştirilmesi için bir aracıya gerek olmadığı için herhangi bir komisyon ödemesi yapılmamaktadır. Ayrıca taraflardan birinin yükümlülüğünü yerine getirmeme riski garanti altına alınmış olmadığı için, forward sözleşmelerde kredi riski bulunmaktadır. Sözleşmenin gerçekleşme anına kadar tarafların birbirine ödeme yapmaları söz konusu olmayıp, başlangıçta bir teminat zorunluluğu yoktur.¹⁵

1.4.1.1 Forward İşlem Çeşitleri

Forward sözleşmeler, her türlü varlıkla ilgili olarak yapılabilmekte olup yapıldıkları ürünlere göre çeşitlere ayrılabilir. Finansal piyasalardaki forward sözleşmeleri döviz ve faiz forward sözleşmeleri olmak üzere iki grupta incelemek mümkündür.¹⁶

¹⁴ Nurgül Chambers, **Türev Piyasalar**, İstanbul, Beta, 3. Basım, 2009, s.42

¹⁵ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Bursa, Ekin Basım Yayın Dağıtım, 2015, s.502

¹⁶ **A.e.**, s.502

1.4.1.2 Yabancı Para (Döviz) Forward Sözleşmeleri

Döviz Forward sözleşmeleri, iki taraf arasında şartları bugünden belirlenen, belirli tutardaki bir yabancı paranın başka bir para birimine çevrilerek, gelecekte belirli bir tarihte teslimi hakkında yapılan anlaşmalardır. Çok fazla finansal kuruluş ve çeşitli ülke merkez bankalarının son teknolojik sistemdeki yerlerini almasıyla piyasalarda işlemler çok kısa ve olarak yapılmaktadır. Döviz piyasalarının oldukça büyük ve karmaşık yapısı vardır. Büyük bankaların çoğu forward kontratlarla ilgili işlemler için bünyelerinde “forward desk” denilen özel işlem odaları bulundurmaktadır.¹⁷

Döviz forward sözleşmeleri, taraflara ileri bir tarihte bugünden döviz kuru garantisi sağlamaktadır. Bu nedenle eğer bir kişi döviz kurunu garanti altına almak isterse forward işlemlerle ilgilenen bankalar veya brokerlarla sözleşme yapabilir. Bu sözleşmeyle belli bir tutardaki dövizin, belli bir tarihte, belir bir kurdan, belirlenen dövize çevrilmesi garanti altına alınmış olur. Döviz forward sözleşmeleri özellikle ihracat ve ithalatçılara gelecek dönemlerde yapacakları teslimat, tahsilat ve ödeme gibi işlemlerinde, kur fiyatlarında oluşabilecek değişimlerden kaynaklanan risklerden korunma imkanı sağlar.

Vadeli piyasalarda faaliyet gösteren kuruluşların karları alış ve satış arasındaki fiyat farkından kaynakladığı için bu piyasalarda faaliyet gösteren bankalar ve aracı kurumlar arz ve talebi dengelemeye çalışmaktadırlar. Örneğin bir ihracatçıdan daha düşük kurdan döviz alıp, daha yüksek bir kurdan satabilir. Böylece alış ve satış arasındaki fark aracı kurumun karını oluşturmaktadır. Döviz forward sözleşmelerinin süresi genellikle 3, 6 ve 9 ay olabilmektedir.

Ceylan ve Korkmaz’a göre döviz forward sözleşmelerinde, tarafların kimlik bilgileri, banka hesap numarası, teslimat yeri, döviz tutarı, uygulanacak döviz kuru ve vade gibi bilgiler yer almaktadır. Döviz forward işlemlerinde kurlara vadeli teslim kuru adı verilmektedir. Bu kurlarla cari kur arasında fiyat farkı bulunmaktadır. Vadeli döviz kurları genellikle cari kurlarla karşılaştırmalı olarak verilmekte olup, vadeli kur, cari kurdan yüksek ise aradaki fark forward primi, düşük olduğunda ise aradaki fark forward iskontosu olarak ifade edilmektedir.

¹⁷ Nurgül Chambers, a.g.e, s.43

Forward döviz kuru hesaplanırken, iki ülke parasının cari değeri ve bu ülkelerde uygulanan faiz oranları dikkate alınmaktadır. Bu hesaplamalarda aşağıdaki formülden yararlanıla bilinmektedir:¹⁸

$$\dot{I}_{TL} - \dot{I}_{euro} = \frac{FR - SR}{SR} \times \frac{12}{n}$$

\dot{I}_{TL} = Vadeli TL hesabına uygulanan faiz oranı

\dot{I}_{euro} = Vadeli Euro hesabına uygulanan faiz oranı

SR = Cari veya spot kur

FR = Forward kur

n = Ay olarak vadeyi göstermektedir.

Örneğin, Türkiye de faaliyet gösteren ithalatçı bir XYZ işletmesinin, Avusturya'dan 3 ay vadeli 200.000 Euro tutarında bir malzeme ithal ettiği düşünülüp. malzeme ithal edildiğinde EURO/TL = 3,00 olduğu varsayılın. Kur değişmediği takdirde XYZ işletmesinin borcu 600.000 TL olacaktır. Fakat kur yükselirse ithalatçı konumundaki XYZ işletmesinin karı azalacağı için, bu riske karşı önlem almak için bir bankayla 3 ay vadeli 200.000 Euro tutarında bir forward sözleşmesi imzalayabilir. Türk Lirasına uygulanan faiz %10 ve Euro' ya uygulan faiz %2 olarak varsayıldığında;

$$0,10 - 0,02 = \frac{FR - 3,00}{3,00} \times \frac{12}{3}$$

$$FR = 3,06$$

Formülde forward kurun değeri 3,06 olarak bulunur. Bu durumda XYZ işletmesi 3 ay sonra borcunu transfer ederken 200.000 Euro x 3,06 =612.000 TL ödeme yapacaktır.

¹⁸ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.** s.502

1.4.1.3 Faiz Forward Sözleşmeleri

Forward sözleşmeler genellikle döviz üzerine yapılırken, piyasada oluşan faiz riskinden korunmak için de faiz forward anlaşması yapılabilir. Forward faiz sözleşmelerinde taraflar, belli bir tutardaki paraya, ileriki bir tarihte, belli bir süreç içerisinde uygulanacak faiz oranında anlaşılırlar. Görüldüğü gibi forward döviz sözleşmeleri ve faiz sözleşmeleri arasında önemli bir farklılık bulunmamaktadır. Gelecekte meydana gelebilecek faiz değişimlerinden korunmak amacıyla forward faiz anlaşması yapılmaktadır. Yani kredi kullanan taraf kendisini ileriki bir tarihte olası bir faiz artışı için güvence altına almak isterken, kredi kullandıran taraf ise kendini olası faiz düşüşüne karşı güvence altına almak istemektedir. Faiz forward sözleşmelerinde taraflar bu nedenlerle belli bir tutardaki para için, ileriki bir tarihte, belli bir süre için uygulanacak faiz oranı üzerinde anlaşılırlar.¹⁹ Faiz forward sözleşmelerinde anapara vade sonunda el değiştirmez, bunun yerine taraflardan biri diğerine sözleşmede anlaşılan faiz oranı ile spot piyasada gerçekleşen faiz oranı arasındaki fark kadar nakit ödemede bulunur.²⁰

1.4.1.4 Forward Sözleşmelerin Riski

Performans riski içeren ve işlem maliyeti bulunan forward sözleşmelerinde işlem maliyetlerinin düşük olması nedeniyle performans riski önem kazanmaktadır. Yabancı para forward sözleşmelerinde daha önceden belirlenen bir para biriminin, belirli bir zaman dilimi sonunda diğer bir para birimine teslimi şeklinde gerçekleşmektedir. Eğer vade sonu geldiğinde forward sözleşmesinde zararlı çıkan taraf sözleşmede belirtilmiş olan teslimi gerçekleştirmek için finansal gücünü kaybettiği takdirde, yükümlülüğünü yerine getiremeyebilir. Böyle bir durumda Forward sözleşmesi bir kredi özelliği taşımaktadır.

Forward sözleşmelerde zarar gören tarafın anlaşma şartlarının da bulunan yükümlülükleri yerine getirememesi riskiyle ortaya çıkan kredi özelliği nedeniyle, bu piyasalarda işlem yapacakların tanımlanması ihtiyaç haline gelmiştir. Şahıslar, tek kişi işletmeleri veya küçük ölçekteki işletmeler için uygun olmayan forward piyasalarda,

¹⁹ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.504

²⁰ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s.48

belirli bir kredi limitine sahip olan kişiler, finansal veya finansal olmayan kurumlar veya hükümetler bu sözleşmeleri kullanabilirler.²¹

1.4.2 Futures (Gelecek) Sözleşmeleri

Türkçe' ye “gelecek piyasaları” olarak çevrilen futures piyasalar İngilizce' de “futures market” olarak ifade edilmektedir. Gelecek piyasaları da vadeli işlem olduğu için forward piyasalardan ayırmak için “standart vadeli piyasalar” olarak da adlandırılabilir.

İlk uygulamaları tarımsal ürünlerle başlayan gelecekte teslim koşuluyla alım satımların çok eski tarihlere uzandığı bilinmektedir. Bu anlaşmalar eski çağlarda belli bir standart içinde olmadığı için, sözleşme şartları taraflar arasında pazarlık usulüyle belirlenmiştir. Tarımsal ürünlerle ilgili vadeli sözleşmelerin standarda bağlanması amacıyla 1848 yılında Chikago Ticaret Borsası (CBT) kurulmuştur. Temel amacı tarımsal ürünlerin alım ve satımı için bir yer sağlamak olan Chikago Ticaret Borsasında 1865 yılında teminat sistemi uygulanmaya başlanmıştır. Bu sistemle alıcı ve satıcılardan sözleşmenin belli bir yüzdesi oranında teminat alınarak sözleşmenin sonuçlandırılması amaçlanmaktadır.²²

Futures (gelecek) sözleşmeleri, belli bir miktardaki ve belli bir nitelikteki bir varlığın, fiyatın anlaşmanın yapıldığı tarihte belirlenmesi ve ileriki tarihte belirlenen bir fiyattan ve gelecekte teslimi öngörülen yasal anlaşmalardır.²³ Futures Piyasalarda sözleşmeyi satan ya da alan kişi belli bir yükümlülük altına girmektedir. Bu yükümlülük zorunlu yükümlülük olup kişiyi isteğine bağlı değildir. Futures piyasalarda işlem gören varlıklar fiziki olarak bulunan fiziksel bir emtia olabildiği gibi aynı zamanda bir gösterge de olabilir. Fiziksel emtia sözleşmeleri “Emtiaya Dayalı Gelecek Sözleşmeleri”, göstergeye dayalı gelecek sözleşmeleri ise “Finansal Gelecek Sözleşmeleri” olarak adlandırılıp organize borsalarda işlem görmektedirler.²⁴

²¹ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.504

²² **A.e.**, s.504

²³ E.Şule Aydeniz, **a.g.e.**, s.46

²⁴ **A.e.**, s.46

Futures sözleşmesinde önceden herhangi bir pozisyonu bulunmazken piyasa beklentisi fiyatların yükseleceği yönünde olup sözleşmeyi alan kişi uzun (Long) pozisyon almış olup sözleşmenin vadesi geldiğinde sözleşmeye konu olan varlığın belirtilen miktar ve fiyattan satın alma yada nakdi uzlaşmayı sağlama yükümlülüğündedir. Futures sözleşmesinde önceden herhangi bir pozisyonu bulunmazken piyasa beklentisi fiyatların düşmesi yönünde olup sözleşmeyi satan kişi kısa (short) pozisyon almış olur. Yatırımcı almış olduğu uzun veya kısa pozisyonu ancak ters işlem yaparak kapatabilir. Bu pozisyonları kapatmayı tutan yatırımcı, açık pozisyonudur. Belirli bir vadede, teslimi gerçekleşecek olan veya nakit uzlaşması yapılacak olan veya konuyla ilgili tüm yükümlülüklerin yerine getirilmesine bağlı olan işlem sonuçlanıncaya kadar geçen süre, açık pozisyon olarak adlandırılmaktadır.²⁵

Organize olmuş piyasalarda işlem gören gelecek sözleşmeleri, organize olmuş borsalarda işlem gördükleri için takas merkezinin garantisi altındadır. Takas merkezi, borsada alıcıya karşısı satıcı; satıcıya karşı ise alıcı rolünü üstlenerek piyasada bulunan katılımcıların hak ve yükümlülüklerini teminat altına alıp, gerçekleşen işlemler sonucunda oluşan ödeme ve teminat yükümlülüklerinin zamanında yapılmasını sağlayan ve risklerin takibi, kontrolü ve teminatların tesisini sağlamakla görevli merkezdir. Yani bir başka ifade ile futures sözleşmelerinde taraflar birbirine karşı sorumlu olmayıp, takas işlemlerinin gerçekleştiği takas merkezine karşı sorumludur. Takas merkezi sözleşmenin edimlerini yerine getirdiği için, tarafların karşı tarafın kredi riskiyle ilgilenmelerine gerek bulunmamaktadır. Vade sonunda ise şartlar belli bir standart çerçevesinde olduğu için taraflar ya nakit uzlaşma veya fiziki teslimat yoluyla yükümlülüklerini yerine getirmektedir.²⁶

Futures sözleşmeleri, organize olmuş borsalarda işlem gördüğü için sözleşmeler standart olmalıdır. Her gelecek borsasında tüm işlemlerin takası bir takas kurumu tarafından gerçekleşmektedir. Borsanın bir organı olabilen takas kurumu, bağımsız bir tüzel kişilik de olabilir. Borsada güvenli bir ortamı sağlayan takas kurumunun bir diğer önemli görevi de sözleşmelere konu olan varlığın gelecek fiyat değişimlerini piyasaya göre uyarlamak, teminat hesaplarını izlemek ve gerekli durumlarda piyasa

²⁵ E.Şule Aydeniz, **a.g.e.**, s.46

²⁶ İbiş, Aysenur, İşletmelerde Risk Yönetimi ve Türev Ürünlerin Kullanımına İlişkin Bist'de Bir Uygulama, (Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi), Balıkesir:2015, s.56

katılımcılarından ek teminat istemektir.²⁷

Futures piyasalarda takas merkezi üstelenmiş olduğu kredi riskini “marjin” adı verilen bir güvence sistemine dayanarak gerçekleştirmektedir. Herhangi bir kişi futures sözleşmesi satın almak istediğinde, kendi işlem yaptığı aracı kuruluşa, aracı kuruluş ise takas merkezine her sözleşme başına bir teminat yani depozito yatırmak zorundadır. Yatırılan bu teminata marjin adı verilmektedir. Uygulanan marjin sisteminde, spot piyasada kendi lehine değişiklik olan tarafın bundan anında yararlanırken, aleyhine değişiklik olan tarafın ise sözleşmenin yükümlülüklerinden kaçmasını önlenmektedir. Alıcı ve satıcının alım satım işlemi yapabilmek için yatırması gereken ilk teminat tutarına “başlangıç (teminatı) marjini” denilmektedir. Yapılan sözleşmelerden sonra eğer sözleşme fiyatlarında olan bir değişiklik nedeni ile yatırımcı tarafında bir kayıp söz konusu ise bu kayıp miktarı yatırımcının teminatından düşülür. Yatırımcı hesabındaki teminatın belli bir miktarın altına düşmesi istenmez. Eğer belli bir miktarın altına düşerse yatırımcının tekrar para yatırması istenerek, hesabın belli bir düzeyde kalması sağlanmaktadır.²⁸ Teminat hesabı, sürdürülebilir seviyenin altına düştüğü anda takas merkezi aracı kurum vasıtasıyla alıcı ve satıcıya teminat tamamlama çağrısı yaparak aradaki farkın hesaba yatırılmasını talep etmektedir. Bir hesaptaki teminatın başlangıç teminatının altına düşmesiyle hemen teminat tamamlama çağrısı yapılmaz. Teminat tamamlama çağrısının yapılabilmesi için teminatın sürdürme teminatı seviyesine kadar gelmesi beklenir.²⁹ Sözleşmedeki fiyat değişimi nedeni ile bir kar söz konusu olur ise bu kar yatırımcının teminatına eklenir.

1.4.2.1 Futures Sözleşmelerin Özellikleri

Belli başlı organize borsalarda işlem gören gelecek sözleşmelerinde belirlenen fiyatlar resmen takas odası tarafından ilan edilmektedir. Sözleşme büyüklükleri, vadeleri ve minimum fiyat adımlarını kapsayan anlaşma tanımları her borsa için değişiklik göstermekte olup bunun yanı sıra bu piyasalarda minimum ve maksimum fiyat değişikliği sınırı bulunmaktadır.

²⁷ E.Şule Aydeniz, **a.g.e.**, s.56

²⁸ Filiz Ekinci, **Türev Ürünler Ve Almanya’da Bireysel Yatırımcıların Türev Ürünlerden Elde Ettikleri Kazançların Vergilendirilmesi**, Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi,2003,Sayı: 8.s.4

²⁹ E.Şule Aydeniz, **a.g.e.**, s.58

Gelecek piyasalarda bir başka özellik olarak, belli bir pozisyon tutan kişinin vadeli piyasalarda olduğu gibi vade sonuna kadar bekleme gerekmektedir. Kişi aynı tarih ve sayıda karşı işlem açarak açık pozisyonunu kapatabilir.

Gelecek sözleşmelerinde mal, döviz, menkul kıymet, faiz, endeks ve opsiyonlar üzerine işlemler yapılırken, bu işlemler ve piyasaların çalışması takas merkezi tarafından garanti edilir. Yani tarafların anlaşma yükümlülüklerini yerine getirmeme riskini takas odası üstlenmektedir.

Piyasada bulunan kur, faiz ve fiyat risklerine karşı işletmelerin gelecek sözleşmesi alım veya satımını yaparak bu risklerden korunması mümkündür.

Piyasada oluşan fiyata göre pozisyonun aktarımı anlamına gelen “marking to market” özelliğiyle gelecek sözleşmelerinde kazanç ve kayıplar hergün hesaplanarak açıklanmaktadır.³⁰

Karatepe’ye göre ise gelecek sözleşmelerin temel özellikleri aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:³¹

- Gelecek sözleşmeleri, organize borsalarda alınıp satılır.
- Gelecek sözleşmelerinde sözleşmeye konu olan varlığın özellikleri, miktarı, vadesi vb. standartlaştırılmıştır.
- Borsaların tespit ettiği varlıklar ve standartlar dışında sözleşme yapılamaz.
- Gelecek sözleşmesinin fiyatı anlaşmanın yapıldığı tarihte bellidir.
- Gelecek sözleşmesi alan (long) ve satan (short) tarafları yükümlülük altına sokar.

³⁰ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, a.g.e., s.508

³¹ Yalçın Karatepe, **Türev Piyasaları, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını**, Yayın No: 587, s.11

1.4.2.3 Futures Sözleşme Çeşitleri

İşgüden'e göre temel olarak futures sözleşmeler döviz futures sözleşmeleri, faiz futures sözleşmeleri, emtia (mal) futures sözleşmeleri ve endeks futures sözleşmeleri olmak üzere 4'e ayrılmaktadır.³²

1.4.2.3.1 Döviz Futures Sözleşmeleri

Erol'a göre futures piyasalarının önemli bir ayağını oluşturan döviz futures sözleşmeleri dünya çapında gerek riskten korunma, gerekse spekülasyon amacıyla yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Dünyanın en büyük döviz futures piyasası ise CME (Chicago Mercantile Exchange) altında çalışan IMM (International Money Market)'dir. Döviz futures kontratları IMM'de hem seans salonunda hem de elektronik bir platform olan Globex'de işlem görmektedir. IMM'de Euro, Yen, İngiliz Sterlini, İsviçre Frangı, Kanada Doları, Avustralya Doları gibi belli başlı döviz cinslerinin üstüne yazılı kontratların yanı sıra, gelişmekte olan ülkelerin para birimleri, (örneğin, Kore Won'u, Brezilya Reali, Çin Yuan'ı, Rus Rublesi, Meksika pesosu) üzerine yazılı futures kontratları da işlem görmektedir.³³

Döviz futures sözleşmeleri de diğer futures sözleşmeleri gibi organize borsalarda işlem görmektedir. Döviz futures sözleşmesi, satın alan tarafı belli bir döviz tutarını, gelecekteki belli bir tarihte, sözleşmenin yapıldığı tarihte belirlenen belli bir kurdan satın almaya mecbur tutan anlaşmadır. Sözleşmenin tarafları vade sonu geldiğinde sözleşmelerini ters pozisyon açarak kapatmazlarsa alıcı ve satıcının söz konusu döviz teslim alma ve teslim etme yükümlülükleri doğmaktadır.³⁴

³² Burcu İşgüden, **Risklerden Korunma Aracı Olarak Futures (Vadeli İşlem)Sözleşmeleri: Bir Araştırma**, **Mevzuat Dergisi**, Yıl: 11, S.122, 2008.

³³ Ümit Erol, **Türev Piyasalar, Futures, Forward, Swap ve Opsiyonlar**, İstanbul, Bahçeşehir Üniversitesi Yayınları,2014, s.39

³⁴ T.C. Milli Eğitim Bakanlığı, (Çevrimiçi), <http://www.selcuk.edu.tr/dosyalar/files/074/finansal%20teknikler.pdf>, Erişim Tarihi : 07.01.2017

1.4.2.3.2 Faiz Futures Sözleşmeleri

Faiz futures sözleşmeleri, belirli bir faiz oranını, belirli bir tarihte, alma ya da satma yükümlülüğü altında bırakan sözleşmeler olup kısa veya uzun dönem faiz oranları üzerine yazılmaktadır. Kısa dönem genellikle 3 ay vadeyi ifade ederken uzun dönem ise 365 günü ifade etmektedir. Kısa dönemli futures sözleşmelerin fiyatının hesaplanmasında dayanak teşkil eden varlık kısa vadeli kamu borçlanma araçları, yani ülkelerin kısa vadeli hazine bonoları ifade edilmektedir. Bu araçların spot fiyatlarına göre futures fiyatlar şekillenmektedir.

Tarafların kısa ve uzun vadede faiz oranı değişiminden kaynaklanan riski bertaraf etmek istemeleri faiz futures sözleşmelerinin temel amacı olarak gösterilebilmektedir. Bu nedenle faiz futures sözleşmeleri vadeli yatırım yapan yatırımcıların faiz oranlarının düşmesi riskine karşı, kredi kullananların ise faiz oranlarının yükselmesi riskine karşı kendilerini koruma imkanı buldukları türev enstrüman olarak bilinmektedir.³⁵

1.4.2.3.3 Emtia (Mal) Futures Sözleşmeleri

Durmuşkaya' ya göre vadeli işlemlere konu olan ilk örnekler emtia' ya dayalı sözleşmeler olup, günümüz finansal ürünlere dayalı sözleşmelerin gelişmesinde önemli rol oynamışlardır. Emtiaya dayalı sözleşmeler buğday, pamuk, pirinç, soya, kahve, kakao, şeker ve canlı hayvan gibi tarımsal ürünler, ham petrol, doğalgaz, motorin, fuel oil gibi enerji ürünleri, altın, gümüş, platin gibi kıymetli madenler ve sanayide kullanılan demir, çelik, bakır, çinko, alüminyum gibi metallerin belirli bir tarihte belirli bir fiyattan alım ya da satımını öngören sözleşmeler olarak dört ana gruba ayrılabilen ve genellikle fiziki teslimat ile sonuçlanan sözleşmelerdir. Emtia futures sözleşmeleri genellikle fiziki teslimat ile sonuçlandığı için bu sözleşmelerin fiyatlamasında, taşıma, depolama ve sigorta gibi fiziksel maliyetler ayrıca önemi taşımakta ve işlem gördüğü borsaların belirli bölgelerde yer alan depolama merkezleri ile ilişki içinde olması gerekmektedir.³⁶

³⁵ Sedat Durmuşkaya, Türev Piyasaların Etkinliğinin Testi : İMKB 30-100 ve Döviz Piyasası, Yayınlanmış Doktora Tezi,2011, s.27

³⁶ Sedat Durmuşkaya, a.g.e., ss.30-31

1.4.2.3.4 Endeks Futures Sözleşmeleri

Erol'a göre endeks futures sözleşmeleri, finansal futures sözleşmeleri içinde en yaygın ilgiyi gören kontratlardan biridir. Riskten korunma konusunda daha detaylı bir biçimde ele alınan bu kontratlar esas olarak yatırım fonlarının endeks kaynaklı risklerini bertaraf etmek için ortaya çıkmış olsa da, bu kontratlara duyulan ilginin ana nedeni bu kontratların spekülatif bir kazanç aracı olarak görülmesidir. Endeks futures sözleşmeleri soyut bir kavram olan endeks üzerine yazıldığı için gerek ülkemizde, gerekse dünyada fiziki bir teslimat içermeyip, nakdi mutabakat söz konusudur. Kontratın esas değeri üstüne yazılmış olan hisse senedi endeksinin değerine bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Endeks futures sözleşmeleri yatırımcılara yüklü miktarda yatırım gerektirebilecek çok sayıda hisse senedinden oluşan bir portföyü spot piyasada satmak yerine, aynı işlemi tek bir kontrat üstünden kolaylıkla yapabilme ve ayrıca futures sözleşmelerin sağladığı kaldıraç etkisini kullanma olanağı sağlamaktadır.³⁷

1.4.2.4 Futures Sözleşmelerin Avantajları ve Dezavantajları

Boyacıoğluna göre futures sözleşmelerin avantajları aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir;³⁸

- Futures sözleşmelerin taraflara ve ekonomiye yaptığı en önemli katkı riski minimize edebilmesidir. Piyasalarda meydana gelen fiyat dalgalanmaları kaynaklı riskler futures sözleşmeler ile azaltılabilmektedir.
- Üretici ve maili kesim açısından, gelecek üzerindeki belirsizlikler azaldığı takdirde, üretici ve mali kesime planlar yapma olanağı tanımakta olup, finansman maliyetlerini en aza indirilmektedir.
- Düşük maliyetli olduğu için futures sözleşmelerinin işlem gördüğu futures piyasalar, spekülätörler için diğer yatırım araçlarına göre aynı riskle daha çok kazanç elde etme imkanı oluşturan piyasalar olarak kabul edilip, tercih edilmektedir.

³⁷ Ümit Erol, a.g.e., s.45

³⁸ Melek Acar Boyacıoğlu, **Türev Ürünler Ve İşleyişi, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi**, Cilt: 4, Sayı: 2, 2001 ss.94-95

- Futures piyasalarda oluşan fiyatlar şirketler açısından iyi bir tahmin aracı olarak kullanılabilir.
- Futures piyasalar, mali enstrümanlar üzerine düzenlenen sözleşmeler aracılığıyla menkul kıymetler borsasının gelişimine de önemli katkılarda bulunurlar.
- Bu piyasalarla yeni yatırımlar oluşturularak ülkedeki atıl fonların ekonomiye yönlendirilmesine yardımcı olurlar

Çevik ve Pekkaya' ya göre futures sözleşmelerin dezavantajları:³⁹

- Futures sözleşmelerin nitelik ve miktarlar üzerine standart oluşu nedeniyle kullanıcıların istedikleri sözleşme düzenlemelerine engel olması olarak sıralanabilir. Ayrıca vade standardı, risk minimizasyonu için piyasaya girenlerin bu amaçlarını tam anlamıyla yerine getirmelerini engelleyebilmekte ve tarafları baz riski ile karşı karşıya bırakabilmektedir.
- Küçük miktarlardaki alımlar için büyük sözleşmeler yapılabilen futures sözleşmeler, bu piyasaların işlem hacmini oldukça yüksek seviyelere getirmektedir. Bu nedenle, piyasalardaki küçük bir güvensizlik durumu, ülke ekonomisinde ciddi bir krize sebep olabilecektir. Bu yüzden, piyasa istemese de bu piyasaların iyi denetlenmesi gerekmektedir.
- Mali vadeli işlem sözleşmelerinin sakıncalı yönleri, riski tam karşılayacak tutarda mali vadeli işlem bulunmayabilir ve başlangıç teminatı yatırma zorunluluğu mali yük getirir şeklinde özetlenebilir.

³⁹ Emrah İsmail Çevik ve Mehmet Pekkaya, **Spot Ve Vadeli İşlem Fiyatlarının Varyansları Arasındaki Nedensellik Testi**, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Cilt: 22. Sayı: 2, 2007, s.53

1.4.2.5 Futures ve Forward Sözleşmelerin Karşılaştırılması

Chambers'a göre birçok konuda benzerlikleri bulunan futures ve forward sözleşmelerin ayrıldıkları önemli noktalar da bulunmaktadır. Futures ve forward kontratları arasındaki farklar aşağıda liste şeklinde sunulmuştur.⁴⁰

- **Kontrat Büyüklüğü**

Futures :Futures kontratlarının standart bir büyüklüğü vardır.

Forward :Forward kontratlarının büyüklüğü şahsi görüşmeler sonucunda saptanmaktadır.

- **Organizasyon**

Futures :Futures sözleşmeler organize olmuş ve belli kurallara bağlanmış resmi borsalarda işlem görmektedir.

Forward :Forward sözleşmeler kişisel olup, bankalar veya finansal kuruluşlar tarafından yürütülmektedir.

- **Teslim**

Futures :Futures kontratları vade sonunda teslim edilebilecekleri gibi, bunun yerine alım satımları da yapılabilir. Teslim futures kontratlarında amaç değildir.

Forward :Forward kontratlarında amaç teslim olduğu için vade sonunda teslim gerekmektedir.

- **Teslim Tarihi ve Teslim Prosedürü**

Futures :Belirli bir teslim tarihi söz konusu olup, teslim işlemi belirli yerlerde yapılır.

Forward :Taraflar arasında ortaklaşa belirlenmiş bir yerde ve tarihte teslim işlemi yapılır.

⁴⁰ Nurgül Chambers, a.g.e., s.52-55

- **Fiyat Değişkenliği**

Futures :İşlem büyüklüğüne bakılmadan fiyat bütün katılımcılar için aynıdır.

Forward :Kredi riski ve işlem hacmine bağlı olarak fiyatlar değişiklik gösterebilir.

- **Fiyatların Belirlenmesi**

Futures :Piyasa güçleri tarafından fiyatlar belirlenir.

Forward :Banka ile yapılan görüşmeler sonucunda fiyatlar belirlenir.

- **İşlem Yöntemi**

Futures :İşlemler borsaların seans odalarında yapılır.

Forward :İşlemler kişisel alıcı ve satıcılar arasında telefon ve fax gibi iletişim araçları kullanılarak yapılır.

- **Fiyatların Açıklanması**

Futures :Fiyatlar halka açık olarak yayımlanır.

Forward :Fiyatlar halka açık yayınlanmaz.

- **Pazar Yeri ve İşlem Saatleri**

Futures :İşlemler borsa tarafından belirlenen çalışma saatleri dahilinde, merkezileştirilmiş borsa seans odalarında dünya çapında iletişimde bulunarak yapılır.

Forward :Forward sözleşmeler örgütsüz işlemler olup, işlemler dünya çapında tezgah üstü olarak, 24 saat boyunca telefon ve faksla yapılır.

- **Depozito ve Marjlar**

Futures :Başlangıç marjı günlük dengeleme için değişim marjına gerek duyulur.

Forward :Alınan borçlar karşılığında gösterilen, ipotek tutarı pazarlıkla belirlenebilir. Günlük fiyat değişimleri için herhangi bir marj

alınmaz.

- **Takas İşlemleri**

Futures :Borsa ile bağlantılı olan bir takas odası vardır. Burada günlük düzenlemeler, nakit ödemeler ve teslim gibi işlemler yapılır. Ödememe riskine karşı takas odasının güvencesi vardır.

Forward :Risklere karşı bir güvence sözkonusu olmayıp, takas odası gibi bir uygulama yoktur.

- **İşlem Hacmi**

Futures :İşlem hacmine ilişkin bilgiler yayınlanır.

Forward : İşlem hacmine ilişkin bilgileri saptamak zordur.

- **Günlük Fiyat Dalgalanmaları**

Futures :FTSE-100 endeksi dışında günlük fiyat limitleri vardır.

Forward :Günlük fiyat limiti yoktur.

- **Pazar Akışkanlığı ve Pozisyonu İptal Etme Kolaylığı**

Futures :Standartlaştırılmış kontratlar nedeniyle, Pazar akışkanlığı oldukça yüksek ve diğer pazar katılımcılarıyla pozisyon kapatmak oldukça kolaydır.

Forward :Pazar akışkanlığı ve pozisyon kapatma kolaylığı değişken kontrat büyüklüğü nedeniyle sınırlı olup, işlemler genellikle diğer pazar katılımcılarıyla değil, asıl işlemin yapıldığı tarafla kapatılır.

- **Kredi Riski**

Futures :Kredi riski takas odası tarafından üstlenilir.

Forward :Taraflardan birinin kredi riskini diğer taraf üstlenmek zorunda kalır.

- **Pazarı Belirleme (Günlük Nakit Akışı)**

Futures :Günlük ödemeler düzenli olarak yapılmaktadır.

Forward :Kontratın vadesi sona erene kadar herhangi bir ödeme söz konusu değildir.

- **Düzenlemeler**

Futures :İşlemler borsa tarafından düzenlemeye tabi tutulmaktadır.

Forward :Forward piyasalar kendi düzenlemelerini kendileri yapmaktadırlar.

1.4.3 Opsiyonlar

Opsiyon sözleşmesi, iki taraf arasında yapılan ve alıcıya, ödeyeceği belli bir tutar (opsiyon primi) karşılığında, belirli bir vadeye kadar veya belirli bir vadede, bugünden belirlenen bir fiyat (kullanım fiyatı) üzerinden opsiyona dayanak teşkil eden bir malı, kıymeti veya finansal göstereyi satın alma veya satma hakkı tanıyan, satıcıya da alıcının bu sözleşmeden doğan hakkını kullanması durumunda sözleşmeye dayanak teşkil eden malı, kıymeti, veya finansal göstereyi satma veya alma yükümlülüğü getiren sözleşmedir.⁴¹

1971 Yılı itibariyle piyasalarda yerini alan opsiyonların oldukça yeni bir enstrüman olduğu söylenebilir. Opsiyon piyasalarında da futures ve forward kontratlarında olduğu gibi bir finansal varlığın bugünden anlaşılan bir fiyattan gelecek bir tarihte teslimi söz konusudur. Ancak futures ve forward kontratlarına göre daha farklı olarak işlemektedir.

Opsiyonlar dört ana öge öge çerçevesince karakterize edilmektedir. Bu dört ana öge den birincisi kullanım fiyatıdır. Opsiyonlar, opsiyon satın alan kişiye belli bir dayanak varlığı belli bir fiyattan alma veya satma hakkı verirler. Kullanım fiyatı ise bu opsiyonu alan kişinin hangi fiyattan dayanak varlığı alma veya satma hakkı olduğunu gösterir. İkinci ana öge primdir. Prim, bir teminat olmayıp opsiyonu alan kişinin alma veya satma hakkı elde edebilmek için opsiyonu satan kişiye ödediği bedeldir. Opsiyonu alan kişi, bu hak için opsiyonu satan kişiye belli bir prim ödemek zorundadır. Her opsiyonun belirli bir vadesi olduğu için, üçüncü ana öge vadedir. Opsiyonu alan kişinin

⁴¹ Borsa İstanbul, Opsiyon Sözleşmeleri, (Çevrimiçi), <http://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/urunler/opsiyon-sozlesmeleri>, Erişim Tarihi: 19.11.2016.

prim karşılığında almış olduğu alma veya satma hakkı ancak belirli bir vadeye kadar geçerlidir. Bu hak o vadeye kadar kullanılmadığı takdirde opsiyonun geçerliliği ortadan kalkar. Dördüncü ana öge kontrat büyüklüğü olup, kontrat büyüklüğü; bir opsiyonun kaç tane dayanak varlığı tanımlanmış olan vadeye kadar alma veya satma hakkı olduğunu gösterir.⁴²

Opsiyon piyasalarının gelişmesinde 1973 yılı bir dönüm noktası olarak bilinmektedir. Dünyanın en eski borsası olan Chicago Ticaret Odası tarafından, hisse senetleri üzerine yazılı opsiyon alım ve satımı yapmak üzere Chicago Opsiyon Borsası (Chicago Board Options Exchange, CBOE) kurulmuştur. Bununla birlikte opsiyonlar organize edilmiş resmi borsalarda işlem görmeye başlamıştır.

Opsiyon piyasalarının gelişmesinde, opsiyon piyasaların riski azaltma özelliğinin olması büyük bir rol oynamıştır. Dünya finansal piyasalarının önemli bir parçası olan opsiyon piyasalarının işleyişinin yatırımcılar tarafından anlanması temel bir gereklilik olmuştur.⁴³

1.4.3.1 Opsiyonda Taraflar

Opsiyonların asıl olarak iki ana türü vardır. Alım hakkı veren opsiyonlar (call option – alım opsiyonu) ve satım hakkı veren (put options – satım opsiyonu).⁴⁴

Opsiyon işlemlerinde de diğer işlemlerde olduğu gibi alıcı ve satıcı olmak üzere iki taraf vardır. Opsiyon sahibi veya opsiyon alıcısı, belirli bir fiyat veya prim karşılığı satın almış olduğu opsiyon sözleşmesini, sözleşmede belirtilen vade içinde veya vade sonunda kullanım hakkına sahip olan taraftır. Vade bitiminde opsiyon sahibi bu opsiyonu kullanmak istemeyebilir. Böyle bir durumda karşı tarafa ödemiş olduğu primin geri iadesini isteyemez. Yani opsiyon satın alan bir yatırımcı, belli bir prim ödediği için, baştan yatırıma belli bir kayıpla başlamaktadır. Maksimum kaybı ödediği prim kadar olan yatırımcının, kazancı teorik olarak sınırsızdır. Opsiyon Satıcısı, belli bir prim veya fiyat karşılığında, opsiyon sözleşmesini hazırlama ve satma yükümlülüğü altına giren kişidir. Opsiyon satın alan kişi talep ettiği takdirde, satıcı bu yükümlülüğü

⁴² Ümit Erol, **a.g.e.**, s.119

⁴³ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s.57

⁴⁴ Ümit Erol, **a.g.e.**, s.119

yerine getirmek zorundadır. Opsiyon satıcısının kazancı aldığı prim kadar olup, teorik olarak kaybı ise sınırsız olduğu için, opsiyon satıcısı opsiyon sahibi veya alıcısına göre daha fazla risk üstlenmektedir.⁴⁵

Bir call opsiyon alıcısı, belirli bir tarihe kadar, belirli bir fiyat üzerinden bir varlığı satın alma hakkına sahiptir. Bu yalnızca bir hak olup, zorunluluk değildir. Yani alıcı varlığı satın almamayı tercih edebilir. Fakat call opsiyon satıcısı ise sözleşmede belirtilen varlığı, istenmesi durumunda satmak zorundadır.

Put opsiyonlar ise call opsiyonların tam tersi çalışmaktadır. Put opsiyonu satın alan kişi belirli bir tarihe kadar, belirli bir fiyat üzerinden bir varlığı satma hakkına sahiptir. Put opsiyon satıcısı ise alıcı taraf istediği takdirde, varlığı satın almak zorundadır. Call ve put opsiyonlarda alıcı ve satıcıların hak ve yükümlülükleri Şekil 2' de aşağıda gösterilmektedir.⁴⁶

Şekil 2: Call ve put opsiyonlarda hak ve yükümlülükler

		Opsiyon Türleri	
		CALL	PUT
Opsiyon Tarafları	ALICI	Alış Hakkı	Satış Hakkı
	SATICI	Satış Zorunluluğu	Alış Zorunluluğu

Kaynak : Nurgül Chambers, **Türev Piyasalar**, İstanbul, Beta, 3. Basım, 2009, s.59

Yukarıdaki şekilde görüldüğü gibi, opsiyon alıcısı, opsiyonun yazılı olduğu dayanak varlığı satın alma hakkını, put opsiyonda ise satma hakkını satın almaktadır. Opsiyon alıcısı, opsiyon sözleşmesinin yapıldığı esnada satıcıya bir prim ödemek durumundadır. Opsiyonu yazan taraf, yani opsiyon satıcısı, opsiyonla ilgili varlığı call opsiyonda satma zorunluluğuna sahipken, put opsiyonda ise satın alma zorunluluğuna sahiptir. Alıcının opsiyonu işleme koyması durumunda opsiyon satıcısı söz konusu varlığı teslim etmek veya satın almak zorundadır. Opsiyon yazıcısı, opsiyonu yazmış olmanın karşılığında kendisine prim ödemesini kabul etmekte ve kullanım tarihinde opsiyon alıcısı tarafından opsiyonun işleme konulmamasını ummaktadır.⁴⁷

⁴⁵ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.519

⁴⁶ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s.59

⁴⁷ **A.e.**, s.47

1.4.3.2 Opsiyon Sözleşme Çeşitleri

Konularına, taraflarına ve vadelerine göre incelenebilen opsiyon sözleşmeleri burada daha sade bir anlatım vade ve taraflarına göre incelenerek ele alınmıştır. Opsiyon sözleşmeleri, vadelerine göre Avrupa ve Amerika tipi opsiyonlar olarak gruplandırılırken, taraflarına göre ise alım opsiyonu (call option) ve satım opsiyonu (put option) olarak gruplandırılabilir.

1.4.3.2.1 Avrupa Tipi Opsiyonlar

Ceylan ve Korkmaz'a göre opsiyon sözleşmeleri Avrupa tipi opsiyonlarda vadenin dolduğu gün kullanılmaktadır. ABD'de SPX Endex opsiyonu (S&P 500 Endeks) ve XMI Endeks Opsiyonu (Major Market Endeks) Avrupa tipi opsiyonlardır.⁴⁸

Avrupa tipi opsiyonlarda uzun pozisyonda olan taraf, opsiyonu yalnızca vade sonu geldiğinde, yani vade bitim tarihinde borsa tarafından belirlenen bir zaman diliminde kullanabilmektedir. Bu tarihten önce opsiyon kullanılamamaktadır.⁴⁹

1.4.3.2.2 Amerikan Tipi Opsiyonlar

Amerikan tipi opsiyonlarda opsiyon sözleşmeleri, satın alındığı günden vade sonuna kadar herhangi bir günde kullanılabilir. Opsiyon sahibine zaman açısından esneklik sağladığı için genellikle Amerikan tipi opsiyonlar Avrupa tipi opsiyonlardan daha değerlidir. Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) bulunan menkul kıymet opsiyonlarının çoğu Amerikan tipi opsiyonlardır. Güncel olan OEX Index (S&P 100 Index) opsiyonu da Amerikan tipi bir opsiyondur. Chicago Opsiyon Borsası'nda yabancı para opsiyonları ve bazı pay senedi endeks opsiyonları Avrupa tipi opsiyon olarak işlem görmektedir.⁵⁰

⁴⁸ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz , **a.g.e.**,s.527

⁴⁹ Vakıfbank, (Çevrimiçi), <http://www.vakifbank.com.tr/viop-islem-esaslari.aspx?pageID=1088>, Erişim Tarihi:22.01.2017

⁵⁰ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.e.**, s.527

1.4.3.2.3 Alım Opsiyonu (Call Option)

Alım opsiyonu, sözleşmeyi alan tarafa gelecekte belli miktarda bir varlığı, belirli bir fiyattan alma hakkı vermektedir.⁵¹ Bir alım opsiyonu, sahibine hisseyi vadesine göre, eğer Avrupa tipi opsiyonsa belirli bir son kullanım tarihinde, Amerika tipi bir opsiyonda o tarihe kadar sabit bir kullanım fiyatından alma hakkı vermektedir. Alım opsiyonunun kullanılması zorunlu olmayıp, kullanmak yalnızca hisse fiyatı kullanım fiyatını geçtiği durumda karlı olacaktır. Hisse fiyatı kullanım fiyatını geçmezse, opsiyon kullanılmayı değersiz olarak kalacaktır. Örneğin, kullanım tarihi Ocak ayı olan bir Google hissesi için kullanım fiyatı 460 dolar olan bir alım opsiyonu satın alındığında bu hisseyi Ocak ayına kadar herhangi bir tarihte 460 dolardan alma hakkı satın alınmış olmaktadır. Son kullanım tarihi geldiğinde hisse fiyatı kullanım fiyatından daha yüksek bir fiyata, örnek olarak 520 dolar seviyesine geldiğini düşünelim. Bu durumda değeri 520 dolar olan Google hisseleri için 460dolar ödeme opsiyonunun kullanımı tercih edilecektir. Alım opsiyonundan elde edilen sonuç, hisselerin satılabilecek olan 520 dolar ile opsiyon kullanıldığında ödenen 460 dolar arasındaki farka eşittir. Hisse fiyatı kullanım fiyatından daha yüksek olduğunda alım opsiyonundan elde edilen sonuç hisse fiyatı ile kullanım fiyatı arasındaki farka eşittir.⁵²

Chabers'a göre bir alım opsiyonu opsiyon alıcısına vade sonuna kadar ya da belirtilen vade sonunda, bir varlığı önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden satın alma hakkı vermektedir. Alım opsiyonları özellikle, opsiyona konu olan varlığın yükseleceğini düşünen yatırımcılar için önem arz etmektedir.⁵³

Aydeniz'e göre herhangi bir varlığın gelecekte fiyatının artmasından zarara uğrayacak olan ve bu riske karşı kendini korumak isteyen kişi veya kurumlar "Alım Opsiyonu Alıcısı (Long Call Option)" pozisyonu almaktadır. Şekil 3'de alıcı açısından alım opsiyonu ve kar zarar durumu gösterilmiştir.⁵⁴

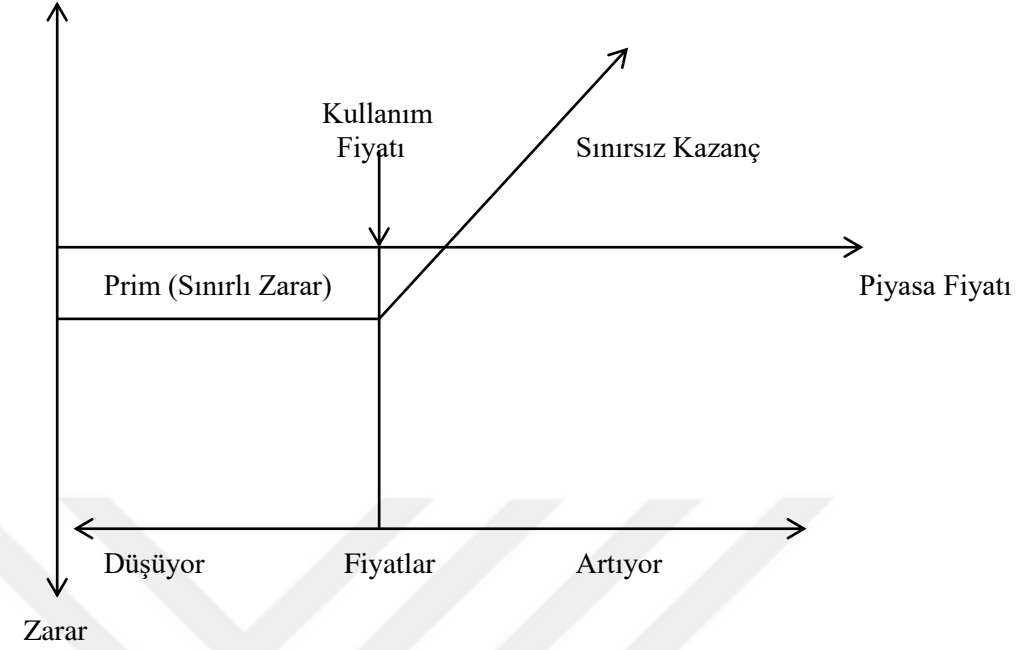
⁵¹ SPK, **Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları – 8 "Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri "** Çevrimiçi, <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=77&fn=77.pdf>, Erişim Tarihi 12.01.2017

⁵² Richard A Brealey; Stewart C Myers, Alan J. Marcus, **Kurumsal Finansın temelleri**, İstanbul,Matsis, 2015, s.646

⁵³ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s.60

⁵⁴ E. Şule Aydeniz, **a.g.e.**, s.70

Şekil 3: Uzun Alım Opsiyon Sahibinin Kar-Zarar Durumu



Kaynak : E. Şule Aydeniz, **İşletmelerde Gelecek (Futures) ve Opsiyon Sözleşmeleri ile Risk Yönetimi**, İstanbul, Arıkan Basım Yayım, 2008, s.70

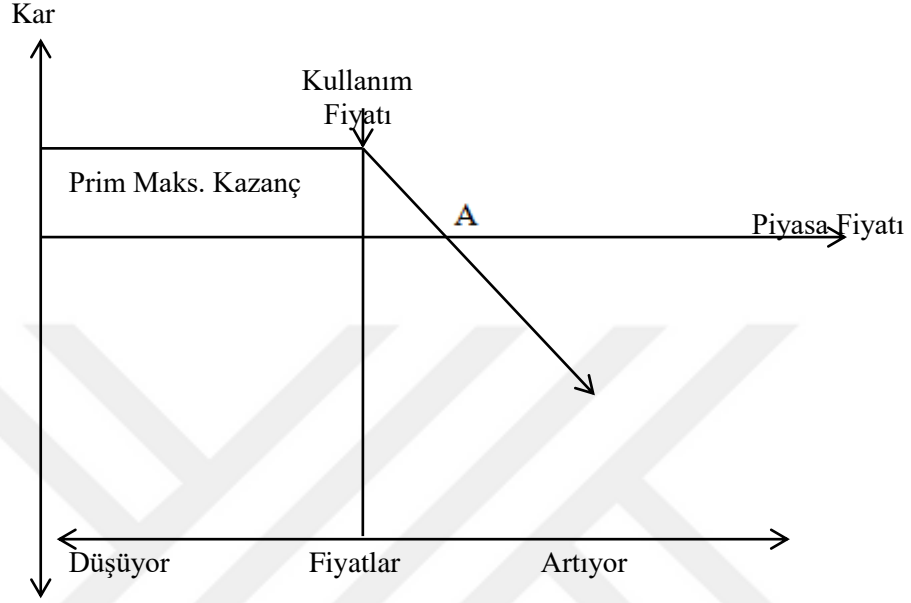
Şekil 3’de görüldüğü gibi opsiyon sahibi veya alıcısı, belli bir fiyat veya prim karşılığı satın almış olduğu opsiyon sözleşmesinde karşıdan ödemiş olduğu prim iadesini isteyemeyeceği için yatırıma başta belli bir kayıpla başlar ve maksimum kaybı ödediği prim kadardır. Kazancı ise teorik olarak sınırsızdır.

Opsiyon satıcısı tarafından bakıldığında ise, opsiyon satıcısı, belli fiyat veya prim karşılığında, opsiyon sözleşmesini hazırlayıp ve satmakla yükümlülük altına girmektedir. Opsiyon sahibi veya opsiyon alıcısı tarafından talep edildiği takdirde, satıcı, yükümlülüğünü yerine getirmek zorundadır.

Satın alma opsiyonlarında, opsiyon satıcısı, sözleşmeye konu olan varlığa sahipse, satış opsiyonu karşılıklıdır. Eğer söz konusu varlığa opsiyon yazıcısı sahip değilse satış opsiyonu karşılıksızdır ve opsiyon sahibi tarafından varlıkların opsiyon yazıcısı tarafından teslim edilmesi istenmesi durumunda, varlıkların teslim edilmesi gerekmektedir. Eğer yazıcı sözleşmedeki bu varlıkları piyasadan satın alarak karşılayacaksa, fiyat konusunda risk söz konusu olacaktır. Bu nedenle, yazıcı,

karşılıksız pozisyonlarda, karşılıklı pozisyonlara göre daha büyük risk almaktadır.⁵⁵ Şekil 4’de satıcı açısından alım opsiyonu ve kar zarar durumu gösterilmiştir.

Şekil 4: Alım Opsiyonunda Opsiyon Yazıcısının Kar-Zarar Durumu



A Noktası : Kullanım Fiyatı + Prim

Kaynak : E. Şule Aydeniz, **İşletmelerde Gelecek (Futures) ve Opsiyon Sözleşmeleri ile Risk Yönetimi**, İstanbul, Arıkan Basım Yayım, 2008, s.71

Şekil 4’de görüldüğü gibi alım opsiyonunun satıcısı eğer tahminlerinde yanılırsa kendisini sınırlı bir kazanç ya da sınırsız bir kayıpla karşı karşıya bırakmaktadır. Burada elde edilebilecek maksimum kar, başlangıçta alınan prim ve sözleşmeye konu olan varlığın gerçekleşen fiyatlarının kullanım fiyatlarından düşük olması halinde elde edilen kar olmaktadır.

1.4.3.2.4 Satım Opsiyonu (Put Option)

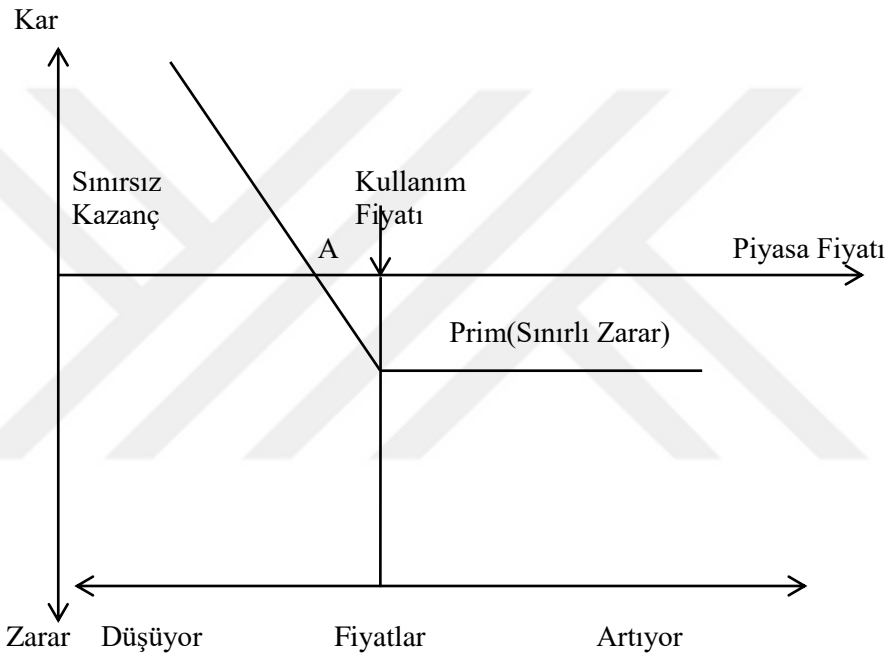
Bir put opsiyonu, belli bir kıymeti, alıcısına veya sahibine, bugünden sabitlenen bir fiyattan, belli bir vade içerisinde veya vade sonunda satma hakkı veren bir opsiyondur. Satma opsiyonunu satın alan taraf, piyasada söz konusu varlığı fiyatının

⁵⁵ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.519

düşeceğini düşünmektedir. Satıcı olan taraf, opsiyon sözleşmesiyle üstlenilen yükümlülüğü yerine getirmek zorundadır.⁵⁶

Herhangi bir varlığın gelecekte fiyatının düşmesinden zarara uğrayacak olup ve bu riske karşı kendini korumak isteyen yatırımcılar “Uzun Satım Opsiyonu” pozisyonu almaktadırlar.⁵⁷ Şekil 5’de alıcı açısından satım opsiyonu ve kar zarar durumu gösterilmektedir.

Şekil 5: Alıcı Açısından Satım Opsiyonu ve Kar-Zarar Durumu



A Noktası : Başabaş Noktası

Kaynak : E. Şule Aydeniz, **İşletmelerde Gelecek (Futures) ve Opsiyon Sözleşmeleri ile Risk Yönetimi**, İstanbul, Arıkan Basım Yayım, 2008, s.74

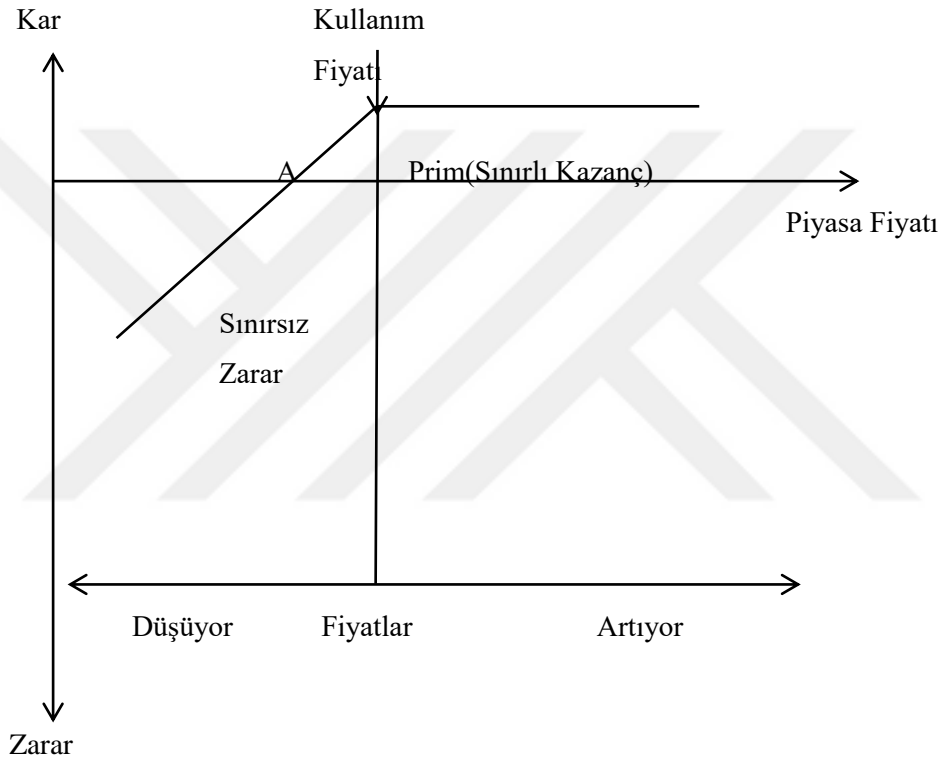
Şekil 5’de görüldüğü gibi satım opsiyonunda opsiyon sahibi, fiyatların gelecekte düşme beklentisi içerisinde olduğu için fiyatlar, “Kullanım Fiyatı + Prim” i aştığı takdirde herhangi bir piyasa fiyatından opsiyon hakkını kullanacaktır. Fakat piyasa fiyatı, beklentisinin tam tersi yönde gelişirse bekleyecek ve vade sonu aynı koşul devam etmesi durumunda opsiyon hakkını kullanamayacak ve zararı ödediği primle sınırlı kalacaktır.

⁵⁶ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.520

⁵⁷ E.Şule Aydeniz, **a.g.e.**, s.74

Satma opsiyonunun satıcısı (yazıcısı), sözleşmenin, opsiyon sahibi tarafından işleme konulması durumunda, söz konusu varlığı belirlenen miktar ve fiyattan satın alma zorunluluğu vardır. Yazıcının beklentisi fiyatların artacağı yönündedir. Yazıcının teorik olarak zararı sınırsız olmasına rağmen, maksimum kazancı ise opsiyon sahibinden aldığı prim kadardır. Şekil 6'da opsiyon satıcısı (yazıcı) açısından satım opsiyonu ve kar ve zarar durumu gösterilmiştir.⁵⁸

Şekil 6: Opsiyon Yazıcısı Açısından Satım Opsiyonu ve Kar-Zarar Durumu



A Noktası : Kullanım Fiyatı - Prim

Kaynak : E. Şule Aydeniz, **İşletmelerde Gelecek (Futures) ve Opsiyon Sözleşmeleri ile Risk Yönetimi**, İstanbul, Arıkan Basım Yayım, 2008, s.75

Şekil 6'da görüldüğü gibi opsiyon yazıcısının söz konu varlığın fiyatı arttığı sürece maksimum kazancı başlangıçta opsiyon sahibinden alınan prim kadar olup, ilgili varlığın fiyatı A noktasının altına düştüğünde ise zararı olacaktır.

⁵⁸ E.Şule Aydeniz, a.g.e., s.74-75

1.4.4 Swap

Uluslararası sermaye piyasalarında en hızlı büyüyen swap piyasaları, yeniliklere en açık olan ve sürekli yeni keşif ve tekniklerin üretildiği piyasalardır. Risk yönetiminin önemi ve teknolojik gelişmeler swap piyasalarının gelişiminde önemli rol oynamaktadır. Faiz ve kur riskinin yönetiminde finans yöneticilerine yeni imkanlar sağlamaktadır. Opsiyonlarla birlikte kullanılabilmesi de swap sözleşmelerinin hızla gelişmesinin nedenlerinden biri olarak gösterilebilir. Swap ve opsiyonların bileşiminden oluşan swap türüne, swap opsiyonları veya swaption denilmektedir. Tezgah üstü veya organize borsalar dışında işlem gören swap sözleşmeleri, genellikle orta vadeli işlemler olup vade 3-10 yıl arası bir süreyi kapsamaktadır. Swap işlemlerine konu olan para miktarı 10 milyon ile 100 milyon ABD Doları arasında değişiklik göstermekte olup en çok ABD Doları, Avustralya Doları, İngiliz Sterlini, Euro ve Japon Yeni swap işlemlerinde en çok kullanılan para birimleridir. Swap işlemleri, kur ve faiz riskinden korunmak, borçlanma maliyetlerini düşürmek veya kazanç sağlamak gibi nedenlerle, bankalar, işletmeler, sigorta şirketleri veya uluslararası finans kurumları gibi kuruluşlar tarafından kullanılmaktadır. Swap işlemlerinde tarafları bulan ve bir araya getiren aracı veya swap bankaları vardır. Başlangıçta merkez bankaları tarafından yapılan swap sözleşmeleri, günümüzde, ticaret bankaları, çok uluslu işletmeler ve resmi kuruluşlar tarafından da yapılmaktadır. Arada herhangi bir aracı olmadan da yapılan swap işlemleri, genellikle bu konuda uzmanlaşmış ve verdiği hizmet karşılığında komisyon alan, aracılar aracılığıyla yapılmaktadır. Türkçe karşılığı “takas”, “değiştirme”, “trampa etmek” olarak ifade edilen swap, iki tarafın belli bir zaman diliminde ödemelerinin karşılıklı olarak değişiminde anlaştıkları finansal bir işlem olup, değişime konu olan ödemeler, faiz, anapara veya hem faiz hem de anapara ödemeleri olabilir. Bu nedenle swap, iki taraf arasında, faiz ve anapara ödemelerinin, şartlarının önceden belirlenerek değişimini sağlayan bir sözleşme olarak da tanımlanabilmektedir.⁵⁹

⁵⁹ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.535

Swap işlemlerinin yapılmasını gerektiren genel sebepler aşağıdaki gibidir:⁶⁰

- Belirli dövizlere erişilmede yaşanan zorluklar,
- Sabit faizli fon sağlamada karşılaşılan güçlükler,
- Belirli bir döviz üzerinden elde edilebilen ihracat ve diğer kredilerin varlığı ve farklı bir döviz cinsinden fon edinme zorunluluğu,
- Birincil borçlanma için belirli bir piyasada gerekli olan likiditenin bulunmaması,
- Bazı piyasalarda erişilen vadenin kısıllığı,
- Tarafların farklı finans piyasalarında farklı kredi değerliliklerine sahip olmaları,
- Farklı finansal piyasalarda yapısal farklılıkların bulunması.

1.4.4.1 Swap Piyasalarının İşleyişi ve Kullanım alanları

Riskin finansal aracıya teslim ediliyor olması finansal piyasalarda swapların vazgeçilmez bir araç haline gelmesinin en önemli nedeni olarak gösterilebilir. Örneğin bir şirket, almış olduğu bir borcun faizinden kaynaklanabilecek bir riske karşı kendini koruma alabilmek için finansal bir aracı kuruluş ile swap anlaşması yapmak isteyebilir. Şayet finansal aracı daha sonra bu riski kendi üzerinde taşımak istemezse, riski başka bir finansal aracıya devredebilir.⁶¹

Swap piyasasını geliştiren faktörlerden en önemlisi, swap'ın kullanım şeklinin değişmesi, yani swap'ın bir para piyasası aracı olmaktan çıkarak, bir kredi piyasası haline dönüşmesidir. Swap işlemlerini uygulaması genellikle telefonla bağlantı kurulup daha sonra faksla teyit edildiği için işlemler kredilerden farklı olarak, son derece hızlı gerçekleşmektedir.

⁶⁰ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.538

⁶¹ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, S.124

Ülkeler açısından özellikle geçici nedenlerde meydana gelen açıkları finanse etmek veya spekülatif nedenlerde ulusal paradan kaçışları önlemek amacıyla yapılan swap işlemleri ülkelerin başvurabileceği güvenlik aracı konumundadır. Ülkelerin ulusal paraları değer kaybettiği zaman spekülasyon yapanlar güçlü para birimlerine yönelmektedir. Böyle durumlarda swap sözleşmeleri aracılığıyla parası güçlü olan ülkelerin paraları elde edilerek, merkez bankalarının piyasaya edeceği müdahalelerde kullanılabilir. Böylelikle spekülatif hareketler bittiği zaman, swap anlaşması da amacına ulaşmış olmaktadır. Daha sonra da alınmış olan bu dövizleri iade edilip, verilen ulusal paralar karşı ülkeden geri alınmaktadır.

Swap işlemleri büyük işletmeler tarafından arbitraj ve korunma amacıyla kullanılabilir. Swap işlemleriyle bir taraftan riskler azaltılırken, diğer taraftan istek gelirler artırılabilir. Değişken faizle borçlanan bir şirketin faizlerde bir yükseliş olacağını öngörüp, borcunu sabit faizle ödemek için swap anlaşması yapması buna örnek olarak gösterilebilir. Böylece şirketin borç maliyeti sabitlenmiş olur. Portföyünde sabit faizli tahvil bulunduran bir şirket iste aynı şekilde, faiz oranlarında bir yükseliş bekliyorsa gelirini artırmak için swap anlaşması yapabilir.⁶²

1.4.4.2 Swap Sözleşme Türleri

Çok çeşitli görünüm şekilleri ile uluslararası sermaye piyasalarında ortaya çıkan swap, farklı ölçütler esas alınarak sistematize edilmeye çalışılmaktadır.⁶³ Swap sözleşmeleri, mal swapı, para swapı ve faiz swapı olmak üzere üç gruba ayrılabilir ve piyasalarda bunlardan en çok para ve faiz swapları kullanılmaktadır.⁶⁴

1.4.4.2.1 Para Swap Sözleşmeleri

Dünya bankası ve IBM arasında 1982 yılında gerçekleştirilmiş olan, sabit faizli DM ve İsviçre Frank'ı borçlarının, Dünya Bankası'ndan Amerikan Doları (USD) borcu ile swap edilmesi ilk modern para swapı olarak bilinmektedir.⁶⁵

⁶² Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.537

⁶³ Ayşe Dilşad Keskin, "Swap İşlemi ve Hukuki Niteliği", (Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmış Doktora Tezi), Ankara:2007, s.58

⁶⁴ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.538

⁶⁵ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, S.132

Para swap sözleşmeleri temelde iki tarafın iki farklı para birimi üzerinden mevcut veya alacağı tahmin edilen borçlarını yada alacaklarını değiştirmeye razı olmaları şeklinde tanımlanabilmektedir. Böylelikle birinci taraf diğer ikinci tarafın borçlarını öderken diğer taraf da birinci tarafın borçlarını ödemektedir. Diğer bir ifadeyle para swap sözleşmeleri, aynı büyüklükte farklı iki para biriminin. Vade tarihinde orjinal para birimleri üzerinden ve önceden anlaşması yapılmış belirli bir kur hesabıyla geri ödenmek üzere değiştirilmesi olarak ifade edilebilir.⁶⁶

1.4.4.2.2 Faiz Swap Sözleşmeleri

Ceylan ve Korkmaz'a göre faiz swap'ı faiz ödemelerinin ve niteliklerinin değiştirilmesidir. Daha farklı bir ifadeyle faiz swapı, sabit faizi değişken faize, değişken faizi sabit faize, Libor'u Prime rate'e veya Prime rate'i Libor'a çevirmek şeklinde niteliği değiştirilen faiz ödemelerinin borç ödemelerinin yapısını değiştirme işlemidir. Kredi değerliliği farklı iki işletmenin tutarları aynı olan fakat faiz oranları değişik olan borçlarının gerektirdiği ödemeleri belli bir süre değiştirmeleri faiz swapının temelini oluşturmaktadır.

Vadenin 1-15 yıl arasında değişiklik gösterdiği faiz swapında faiz değişimi, iki tarafın anlaştıkları varsayılan bir anapara üzerinde yapılmaktadır. Faiz ödemelerinin hesaplanmasında bu tutar kolaylık sağlamaktadır.

Swap işlemlerinin her iki taraf için üstünlük sağlayabilmesi aşağıdaki şartların oluşmasına bağlıdır.⁶⁷

- Taraflar arasında kredibilite farklılığı olmamalıdır.
- Kredibilitesi yüksek olan tarafın, belirli koşullarda değişken faizi tercih etmesi gerekmektedir.
- Kredibilitesi düşük olan tarafın, belirli koşullarda değişken faizi tercih etmesi gerekmektedir.

⁶⁶ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.541

⁶⁷ **A.e.**, s.539

- Tarafların söz konusu olan faiz hesaplanma esasına dayanarak ters yönde bir amacın varlığı gerekmektedir.
- Taraflarda yüksek getiriden yararlanma arzusu bulunmalıdır.

Faiz swapında ana paranın ne başlangıçta, ne de vade sonunda değiştirilmemesi faiz swapını para swapından ayıran en önemli özelliktir. Faiz swapında sadece faizler karşılıklı olarak değiştirildiği için, risk yalnızca faiz ödemeleri için söz konusudur.⁶⁸

⁶⁸ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.540

İKİNCİ BÖLÜM

RİSK VE RİSK YÖNETİMİ

Globalleşmenin de etkisiyle Dünyada her geçen gün daha fazla fırsatın sunulup, daha yoğun bir tehdit unsuru içeren bir evren haline gelmesiyle risk kavramı daha fazla gündem teşkil etmektedir. Hayatta her an var olan risk, doğru yönetilmediği takdirde ciddi zararlara yol açmaktadır. Çalışmanın bu bölümünde risk ve risk yönetimi kavramları incelenerek genel anlamda riskler ve risk çeşitleri, risk yönetimi kavramı, risk yönetiminin önemi ve neden risk yönetimine ihtiyaç duyulduğu ve ayrıca risk yönetiminin işletmelere sağladığı faydalar üzerinde durulmuştur.

2.1 Risk Kavramı

Riskin sözlük anlamı, gelecekte beklenmeyen bir durumun ortaya çıkma olasılığı, yaralanma, incinme ve belli bir zarara uğrama şansıdır. Finansal açıdan bakıldığında ise risk, gerçekleşen getirinin beklenen getiriden sapma olasılığıdır. Yani yatırımcının yaptığı yatırımdan elde edeceği verimin, beklenen verimin altında kalma veya üstüne çıkma olasılığı söz konusu olmaktadır. Bu olasılık, yapılan yatırımın riskini oluşturmaktadır.⁶⁹

Teorik olarak risk kavramı, beklenti değeri ile gerçekleşen değer arasındaki hem olumlu hem de olumsuz sapmaları içermesine rağmen, genellikle olumsuz (aleyhte) sapmalar olarak algılanmaktadır.⁷⁰

Gelecekte ortaya çıkması muhtemel fırsatlar ve tehditler olarak tanımlanan risk kavramıyla günlük yaşantımızda daha fazla karşılaşmamızın nedeni, Dünya'nın her geçen gün çok daha fazla fırsatın sunulduğu bir evren haline gelmesi ve bununla bağlantılı olarak daha yoğun tehdit unsuru içermesidir. Bir fırsat değerlendirilirken, aynı zamanda bununla ilgili tehdit unsurlarını da hesaba katmak gerekmektedir. Tercihler yapılırken, karşılaşılabilecek tehditler karşısında çaresiz bir durumda olunmadığının bilinmesi başarılı bir sonuca ulaşılmasına destek olabilir. Risk yönetimi anlayışıyla fırsatlar azami ölçüde kullanılırken, tehditlerin ise asgari düzeye indirilebilmesi, yani

⁶⁹ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.538

⁷⁰ Güven Sayılğan, **Finansal Risk Yönetimi, Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt:50, Sayı:1-2, 1995, s. 325

risklere karşı yapılabileceklerin mantık ve yöntemleri sunulmaktadır. İster eylem, isterse eylemsizlik halinde olsun, bireysel veya kurumsal bir varlığın olduğu her durumda mutlaka risk unsurları vardır. Amaçların en verimli bir şekilde gerçekleştirilebilmesi, karşı karşıya kalınan risklerin bilinmesi ve bu risklere uygun en iyi yöntemin uygulanmasına bağlıdır.⁷¹

Finansal piyasalar açısından kaçınılmaz bir unsur haline gelen risk, son yıllarda daha da önemli hale gelmiş ve risk yönetimi için farklı tekniklere gereksinim duyulmuştur. Genel olarak aktif ve pasif nitelikteki varlıkların değerindeki beklenmedik değişimler olarak ifade edilen risk sözcüğünün kökeni Arapça rızık/risk(risq), Latince riziko(risicum)ve İtalyanca “risco” kelimesinden gelmekte olup, bir zarar ya da kayba neden olabilecek bir olayın meydana gelme ihtimalidir. Risk; sözlükteki kelime anlamı olarak, zarar, hasar, kayıp veya tahribat ihtimali olarak da ifade edilmektedir.⁷²

2.2 Risklerin Sınıflandırılması

Riskler sınıflandırılırken genellikle riskin nedeni, riskin ekonomik açıdan etkisi ve riskin kaynaklarını temel olarak alan ölçütler kullanılmaktadır. Teknolojik alanda yaşanan gelişmeler, küreselleşme ve ekonomik değişmeler hızla devam ettiği sürece, yani daha farklı bir ifadeyle yaşam devam ettiği sürece risklerin sınıflandırılmasında kullanılacak ölçütlerinde değişmesi kaçınılmazdır.⁷³

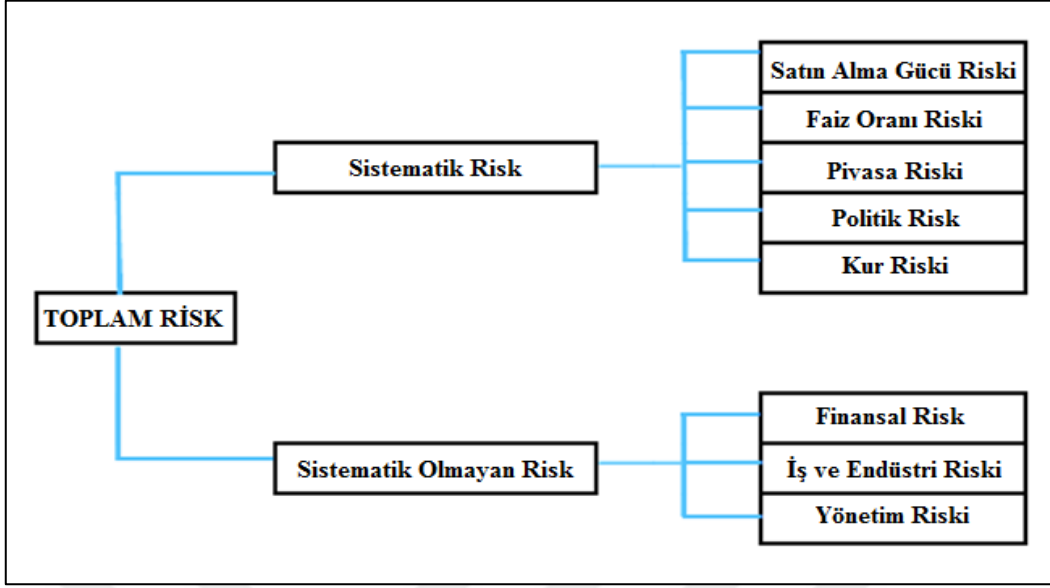
Finansal bir varlığa yatırım yapıldığında iki tür belirsizlikle karşı karşıya kalınmaktadır. Bunlardan birincisi, finansal varlığın içinde bulunduğu pazar, faiz oranlarındaki dalgalanmalar veya enflasyon oranlarındaki değişimin yatırım araçlarının üzerindeki etkisi gibi makroekonomik gelişmelerden kaynaklanan belirsizlikler olup sistematik risk olarak adlandırılmaktadır. Diğeri ise, firmanın içinde bulunduğu endüstri, firmanın finansal ve idari yapısı gibi makroekonomik koşullara bağlı olmayıp, sadece firmanın kendisi kaynaklı belirsizlikler olup sistematik olmayan risk olarak adlandırılmaktadır. Şekil 7’de riskin sınıflandırılması gösterilmiştir.

⁷¹ Onur Derici, Zekeriya Tüysüz ve Aydın Sarı, **Kurumsal Risk Yönetimi ve Sayıştay Uygulaması, Sayıştay Dergisi** , S.65 (Nisan-Haziran 2007), s.151

⁷² Gönül Alkan, *Finansal Piyasalar ve Kurumlar*, Ankara, Detay Yayıncılık,2015,s.24

⁷³ Gönü Alkan, **a.g.e.**,s.25

Şekil 7: Riskin Sınıflandırılması



Kaynak : Murat Yıldırım vd., **Finansal Yönetim**, Beta Basım Yayım, İstanbul, 2015, s.455

2.2.1 Sistematik Risk

Sistematik risk, tüm yatırımların getirilerini etkileyen risk olarak tanımlanmaktadır.⁷⁴ Sosyal, ekonomik ve politik çevredeki değişimler, sistematik riskin kaynaklarını oluşturmaktadır. Söz konusu değişimler farklı düzeylerde tüm menkul kıymetler piyasasını etkilemektedir.⁷⁵

Sistematik risk, bir hisse senedinin getirisinde meydana gelen değişimin, diğer tüm hisse senetlerine de etki eden faktörler sonucu ortaya çıkan bölümüdür. Yani sistematik risk tüm piyasayı etkileyen faktörlerden oluşan risktir.⁷⁶ Sistematik riskin başlıca kaynakları şu şekilde sıralanmaktadır:⁷⁷

- Faiz oranlarında değişimler,
- Mali ve para politikaları,
- Enflasyon yada satın alma gücündeki değişimler,

⁷⁴ Gönül Alkan, **a.g.e.**, s.26

⁷⁵ Murat Yıldırım vd., **Finansal Yönetim**, İstanbul, Beta Basım Yayım, 2015, s.455

⁷⁶ Gönül Alkan, **a.g.e.**, s.26-27

⁷⁷ Gönül Alkan, **a.g.e.**, ss.26-27

- Yatırımcının, ekonominin genel performansı hakkındaki beklentilerinde meydana gelen değişimler, vb.

Sistemik risk, menkul kıymet sayısını değiştirmekle ortadan kaldırılamayan risk çeşidi olmakla birlikte, menkul kıymetlerin içinde buldukları ekonomik sistemden kaynaklanıp, etkilenme derecesi farklı olup, piyasadaki tüm menkul kıymetlerin getirilerini aynı anda etkileyen faktörlerin neden olduğu risktir.⁷⁸

Menkul kıymetlerin fiyatlarının çoğu, sistemik bir şekilde aynı yönde hareket ettiği için, beklenen getirinin sistemik değişkenliği, hemen hemen tüm menkul kıymetler için farklı derecelerde mevcuttur. 1987 yılında İMKB'ye (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) kote olmuş 28 şirket üzerinde yapılan bir inceleme sonucunda, sistemik risk % 65,5 olarak hesaplanmıştır. ABD'de yapılan farklı bir araştırmada ise NYSE'de (New York Stock Exchange) kote olan 63 şirketin pay senetlerinde sistemik riskin, toplam riskin yaklaşık olarak % 33'ünü oluşturduğu hesaplanmıştır. Sistemik olmayan riskin, Türkiye'nin tam tersine, daha fazla olduğu saptanmıştır. Bu nedenle, Türk sermaye piyasalarında işlem gören pay senetlerinin, gelişmiş ülke ekonomileri ile karşılaştırıldığında, oldukça yüksek risk taşıdıkları söylenebilir. Bundan dolayı, faiz ve enflasyon oranları veya döviz kurlarında yaşanan değişiklikler, BIST'de (Borsa İstanbul) kote olan pay senetlerinin fiyatlarına hemen etki edebilmektedir.⁷⁹

2.2.1.1 Satın Alma Gücü Riski

Yıldırım'a göre enflasyon riski olarak da adlandırılan satın alma gücü riski fiyatlar genel düzeyinde önceden kestirilemeyen değişimlerin, yatırımların anapara ve getirileri üzerindeki etkisini ifade etmektedir. Enflasyon oranında bir yükselişin söz konusu olması, enflasyona endekli enstrümanlar hariç olmak kaydıyla, tüm tahvil ve bonoların anapara ve reel getirilerini düşürmesi buna örnek olarak gösterilebilir. Hazine bonolarının elde tutulduğu zaman zarfı içinde gerçekleşecek olan enflasyon oranının bilinmemesi nedeniyle, nominal getirisi kesin olarak bilinen hazine bonolarında bile satın alma gücü riski bulunmaktadır. Enflasyonun hisse senedi piyasasına olan etkisi daha belirsiz olarak görülmektedir. Enflasyon oranı yükseldiğinde, şirketlerin reel

⁷⁸ Murat Yıldırım vd., **a.g.e.**, s.454

⁷⁹ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.577

getirileri tahvil ve bonolarla aynı düzeyde etkilenmeyebilir. Fakat enflasyonun yüksek olduğu durumlarda ortaya çıkan belirsizlik genel manada hisse senetlerini olumsuz olarak etkileyebilmektedir.⁸⁰

Alkan'a göre ise satın alma gücü riski fiyat düzeylerindeki değişimler nedeniyle satın alma gücündeki potansiyel kayıp olarak tanımlanmaktadır. Satın alma gücü riski, parasal değerlerle ifade edilen varlıkların, enflasyon nedeniyle gerçek değerinde görülen bir azalışla ortaya çıkar. Fiyatlar genel seviyesinde, sürekli ve belirgin bir artış söz konusuysa ve bu artış yatırımın getirisi üzerinde seyrediyorsa, satın alma gücünde bir azalış yaşanır ve buda enflasyon riskine neden olur. Menkul kıymetlere yapılan yatırımlarından beklenen getirileri ve dolayısıyla menkul kıymetlerin değerini etkileyen enflasyon oranı, para ve maliye politikalarını da etkilemektedir.⁸¹

2.2.1.2 Faiz Oranı Riski

Faiz oranlarında meydana gelen değişimlerin menkul kıymet yatırımlarının getirileri üzerindeki etkileri ifade edebilmek için faiz oranı riski kullanılmaktadır. Faiz oranlarında yaşanan bir yükseliş, bono ve tahvil fiyatlarını düşürürken, faiz oranlarında meydana gelen bir düşüş de bono ve tahvil fiyatlarını yükseltmektedir. Yüksek reel faizler ekonomik durgunluğa neden olduğu için, bazı istisnalar dışında, faiz oranlarının yükselmesi hisse senetleri için de olumlu bir haber olmayıp, şirketleri ve hisse senetlerini olumsuz etkilemektedir.⁸²

Faiz oranlarında yaşanan olası dalgalanmalar, borçlular ve yatırımcılar açısından ileriye yönelik belirsizliği ortaya çıkarmaktadır. Faiz oranı riski kavramıyla piyasa faiz oranlarının düşme ya da yükselme ihtimali ifade edilmektedir. Faiz oranlarında yaşanan değişimler, belirli bir faiz getirisine sahip olan menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarında da değişim meydana getirdiği için, menkul kıymetlerin verimliliklerinin de değişimine yol açmaktadır.

Ceylan ve Korkmaz'a göre tasarruf toplamaya yetkili tüm finansal kuruluşlar da faiz oranı riskiyle karşı karşıyadır. Banka yöneticileri genel ekonomik verileri göz

⁸⁰ Murat Yıldırım vd., **a.g.e.**, s.454

⁸¹ Gönül Alkan, **a.g.e.**, s.29

⁸² Murat Yıldırım vd.,**a.g.e.**,s.455

önünde bulundurarak faiz oranlarının yönü hakkında fikir yürütebilirler. Faiz oranlarının gelecekte artacağını düşünüp bu yönde pozisyon alanlar uzun vadeli borçlanıp, kısa vadeli borç verirken, faiz oranlarının düşeceği beklentisinde olanlar ise kısa vadeli borçlanıp, uzun vadeli borç verirler. Fakat finansal piyasalarda faizlerin yönü hakkında sürekli doğru tahminde bulunmak mümkün olmadığı için yöneticiler yatırım kararlarını sürekli değiştirmek ve pozisyonlarını yakından takip etmek zorundadırlar.⁸³

2.2.1.3 Piyasa Riski

Sermaye piyasalarında kimi zaman belli bir nedene bağlı olan ya da nedensiz bir şekilde, menkul kıymetlerin fiyatlarında meydana gelen düşüşler piyasa riskini oluşturur. Piyasa riski kaynaklı fiyat değişimleri, şirketlerin kontrolü dışında gelişen bir olay olup, beklenmeyen bir savaşın başlaması veya sona ermesi, seçim dönemi olması, önemli konumda bulunan bir siyasi aktörün hastalanması veya vefat etmesi, piyasalarda yaşanan spekülasyon hareketlerinin artması, altın ve petrol gibi önem kazanmış olan emtiaların üretiminin artması gibi olaylar piyasaları etkileyen olaylar olarak gösterilebilir. Bu tür olaylarla karşı karşıya kalındığında yatırımcıların kafalarındaki soru işaretleri artar ve devamında piyasadan kaçışlara neden olur.⁸⁴

Alkan'a göre rekabet faktörü, rakiplerle ilgili riskler ve moda ile ilgili riskler de piyasa riski kapsamındadır. Rakip işletmelerin uyguladıkları pazarlama stratejileri ve fiyat politikaları işletmeyi yakından etkiler. Amacı pazar payını artırmak veya olumsuz koşullarda bile mevcut pazar payını korumak olan işletme için, pazarda meydana gelen oluşumlar önemli risk kaynağı olarak görülmektedir. Rakip işletmelerin birleşmesi ve kartel ve tröstler bu oluşumlara örnek olarak gösterilebilir. Piyasa riskleri sadece ürünün sunulduğu pazarlarla ilgili olmayıp, aynı zamanda hammaddenin sağlandığı pazarlardaki gelişmelerle ilgilidir. Eğer hammadde kaynakları yetersizse, bu piyasalarda meydana gelen rekabet ve yeni oluşumlar nedeniyle, işletmenin pazarlama stratejileri bu durumdan oldukça etkilenir.⁸⁵

⁸³ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.402

⁸⁴ Murat Yıldırım vd.,**a.g.e.**,s.456

⁸⁵ Gönül Alkan, **a.g.e.**, s.28

Piyasa riskine 22 Kasım 1963 de Başkan Kennedy'nin ölüm haberinin NYSE'e gelmesiyle, menkul kıymet fiyatlarında çok hızlı bir düşüşün başlaması ve bunun üzerine borsanın kapatılması, birkaç gün sonra borsanın tekrar açılıp, piyasa riskinin ortadan kalkması sonucu menkul kıymet fiyatlarının tekrar normal seyrine yükselmesi örnek olarak gösterilebilir.⁸⁶

2.2.1.4 Politik Risk

Kaya, Güngör ve Özçomak'a göre ilk olarak 1960 ve 1970'li yıllarda karşılaşılan ülke riski kavramıyla, kamulaştırma, haciz, kâr transferlerini engelleme gibi ülke riskleri ve doğrudan yabancı sermaye yatırımları arasındaki ilişkinin incelenmesiyle literatüre giren politik risk, küresel bazda yaşanan ekonomik krizlerin meydana gelmesiyle de önemli bir faktör olarak değerlendirilmiştir. Küreselleşmenin etkisiyle özellikle 1980'li yıllardan sonra finansal piyasaların gelişmesi ve büyük bir değişim sürecine girmesiyle, belirsizlikler artmış ve daha rekabetçi ve dinamik bir yapı ortaya çıkmıştır. Bu değişimlerle birlikte ülke riskleri ve politik riskler artmıştır. Ekonomi üzerinde önemli ağırlığı olduğu için politik risk, ilk olarak finansal piyasaları etkilemektedir. Politik risk yüksek olduğu takdirde, şirket faaliyetleri ve ekonomik büyüme yavaşladığı için, hisse senedi getirileri azalmaktadır. Uluslararası yatırım kararı verilirken, yatırım yapılan ülkenin politik durumundan kaynaklanan riskler dikkate alınması gerekmektedir.⁸⁷

Hayatta var olan siyasi ve ekonomik buhranlar ve savaşların, yatırımcı davranışları üzerinde etkisi büyüktür. Uluslararası ticaretin hacmi, politik riskin farklı bir boyutu olarak görülmektedir. Politik riskin unsurlarını, koruma girişimleri, kotalar, döviz kurlarından yaşanan dalgalanmalar veya yabancı sermaye yatırımları oluşturmaktadır. Politik koşullardaki değişimlerin menkul kıymetler üzerinde yol açabileceği etkiyi tanımlamakta kullanılan bir risk türü olan politik risk, ulusal ve uluslararası siyasi gelişmelerin bir yansıması olarak ortaya çıkabilmektedir.⁸⁸

⁸⁶ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.584

⁸⁷ Abdulkadir Kaya, Bener Güngör ve M.Suphi Özçomak, **Politik Risk Yatırımcının Dikkate Alması Gereken Bir Risk midir? Borsa İstanbul Örneği**, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 16/1, 2014, s.76

⁸⁸ Gönül Alkan, **a.g.e.**, s.28

2.2.1.5 Kur Riski

1972 yılında Bretton Woods olarak adlandırılan sabit kur sisteminin ortadan kalkmasıyla ülkelerin paralarının değişim oranları piyasa tarafından belirlenmeye başlamıştır. Önemli bir maliyet unsuru haline gelen döviz kuru özellikle dışa açık ekonomilerin karar mekanizmaları tarafından muhakkak dikkate alınması gereken ve üzerinde tahminler yapılmaya çalışılan bir unsur haline gelmiştir. Bu tarihten itibaren gerek dış ticaret firmaları, gerekse üzerinde döviz pozisyonu taşıyan diğer kurumlar kur hareketliliğinden dolayı önemli risklerle karşı karşıya kalmışlardır.⁸⁹

Bazı kaynaklara göre döviz riski olarak da ifade edilen kur riski, yabancı para cinsinden yapılan yatırımlarla paraların değerinde meydana gelen değişmelerin ortaya çıkardığı bir risk türüdür. Menkul kıymet yatırımcılarının, ülke sınırlarını aşan yatırım yapmaları söz konusu riskin önemini daha da artırmaktadır. Döviz kurlarında meydana gelen değişikliklerle, farklı ülkelerdeki faiz oranları arasında sıkı bir ilişki vardır. Yabancı ülkelerde yapılan yatırımın karlılıklarında kur değişkenliğinin önemli ölçüde etkisi bulunmaktadır.⁹⁰

Döviz kurlarında sürekli değişkenliğin olması, uluslararası portföye sahip olan yatırımcıların sürekli kazanacağı yada sürekli kaybedeceği anlamına gelmemektedir. Uluslararası alanda portföy oluşturan yatırımcıların portföylerinde yer alan ülkelerin paralarının karşısında değer kazanması veya kaybetmesi mümkündür.⁹¹

2.2.2 Sistemik Olmayan Risk

Sistemik olmayan risk toplam riskin firmanın kendine özgü ya da firmanın içinde yer aldığı sektöre özgü risk olarak belirtilmektedir. Firmanın yönetim hataları, grevler, teknolojik gelişmeler, tüketici tercihlerindeki değişiklikler, yasal uygulamalar, firma getirilerindeki dalgalanmalara neden olabilir.⁹²

⁸⁹ İlker Şadi İşleyen, **Döviz Kuru Riskini Azaltmanın En Etkin Yolu Forward İşlemleri**, Mali Çözüm Dergisi, Mayıs - Haziran 2011, s.178

⁹⁰ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.586

⁹¹ Gönül Alkan, **a.g.e.**, s.30

⁹² Murat Yıldırım vd., **a.g.e.**, s.457

Toplam riskin diğerk bir bileşeni olarak ifade edilen risk, yatırımcıların farklı birbirinden farklı menkul kıymetlere yatırım yaparak ya da daha farklı bir ifadeyle portföyünü çeşitlendirme yoluna giderek riskini minimize edebilme imkanı bulması nedeniyle, çeşitlendirilebilir risk olarak da ifade edilebilmektedir. Sistemik olmayan riskin, çok iyi çeşitlendirilmiş bir portföyle ortadan kaldırılması mümkündür.⁹³

Sistemik olmayan riskin kaynakları aşağıdaki gibidir:⁹⁴

- Finansal Risk
- İş ve Endüstri Riski
- Yönetim Riski

2.2.2.1 Finansal Risk

Finansal risk, bir şirketin borçluluğu kaynaklı olası durumları ifade etmek için kullanılmaktadır. İşlerin iyiye gitmesi durumunda, bir kaldıraç etkisi yaratan finansal borç karları artırırken, işler kötüye gittiğinde ise, şirketin borç kapasitesini düşürür ve finansal yükümlülüklerini karşılayamayacak duruma gelebilir. Bir şirketin kreditorlerine olan borcunu ödeyememesi, o şirketin kreditorleri dışında kimseyi etkilemez. Hem özel, hem de kamu kuruluşlarında var olan finansal risk, devlet güvencesi olduğu için kamu kuruluşlarında bu riskin özel kuruluşlara göre daha az olduğu söylenebilir. Ayrıca finansal risk, borçlanma yoluyla finansman sağlamak yerine, öz kaynak ile finansmanı tercih eden kurumlar tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere yatırım yapılarak da yok edilebilir.⁹⁵

Yatırımcı açısından finansal risk, menkul kıymetlerine yatırım yaptığı firmanın üstlenmiş olduğu borçlarda bir söz konusu olması, satışlarında meydana gelen dalgalanma, hammadde fiyatlarında artış olma ihtimali, Grev, üretimin modasının geçmesi, rekabetin artması, çalışma sermayesinin yeterli düzeyde olmaması ve yönetim hataları vb. gibi faktörlerine bağlı olarak artarken, yatırım yapılan işletmenin

⁹³ Gönül Alkan, **a.g.e.**, s.30

⁹⁴ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.586

⁹⁵ Murat Yıldırım vd.,**a.g.e.**,s.458

teknolojisinin yenilenmesi, işletmenin monopolistik patentlere sahip olması, üretilen mal ve hizmetlerin tüketiciler tarafından tercih edilmesi ve işletmenin hammadde kaynaklarını denetleyebilme olasılığında bir artış olması gibi faktörlerle de finansal riski azalabilir.⁹⁶

2.2.2.2 İş ve Endüstri Riski

Yıldırım'a göre iş ve endüstri riski, bir yada birkaç sektörü birden etkileyen, fakat ekonominin geneline etkisi olmayan olası durumları ifade etmek için kullanılır. Örneğin ABD'nin demir çelik üreticilerimize anti-damping soruşturması açma ihtimali, sadece demir çelik üreten şirketlerin hisse senetlerini etkilerken, bu durum ilaç veya gıda üretimi yapan şirketlerin hisse senetlerini etkilemez. Bu nedenle iş ve endüstri riski sistematik olmayan bir risktir.⁹⁷

2.2.2.3 Yönetim Riski

Ceylan ve Korkmaz'a göre, işletmelerin iyi veya kötü yönetilmelerine göre ortaya çıkan yönetim riski,⁹⁸ Yıldırım'a göre ise bir şirketin yönetim kadrosunun şirketin performansı üzerinde etkisini ifade etmek için kullanılmaktadır. Başarısını A şirketinde kanıtlamış olan bir genel müdürün B şirketinde göreve başlamasıyla, B şirketinin hisse senedinde bir değer artışı olabilir. Yada son yıllarda oldukça rastlanan bir durum olan muhasebe skandallarında olduğu gibi, kötü yönetim yatırımcıları olumsuz olarak etkileyebilir. Buldukları konumda görevini kötüye kullanan şirket yöneticilerinin farklı amaçlar uğruna, kötüye giden işleri kamudan saklamaları, bu şirketin hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıları zarara uğramasına neden olmuştur. Tahvil sahiplerine göre yönetim riskinden daha fazla etkilenen hisse yatırımcıları, bu nedenlerle yatırım yapacakları şirketlerin yöneticilerinin kalitesine büyük önem vermektedirler. Çok iyi çeşitlendirilmiş bir portföyle, yönetim riskini ortadan kaldırmak mümkündür.⁹⁹

⁹⁶ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.587

⁹⁷ Murat Yıldırım vd.,**a.g.e.**,s.457

⁹⁸ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.587

⁹⁹ Murat Yıldırım vd.,**a.g.e.**,s.457

2.3 Risk Yönetimi

Risk yönetimi kavramından son dönemlerde çok telaffuz edilmesine rağmen risk yönetiminin elemanları olan risk tanımlaması, risk değerlendirmesi, risk kontrolü ve risk finansmanı insanoğlunun kendisi kadar eskiye dayanan konulardır. İnsanoğlu çok eskiden beri kendisine zarar veren, ailesine ve mal varlığına tehdit oluşturan tehlikeleri değerlendirmek ve tanımlamak için çabalamıştır. Bu nedenle risk yönetiminin pratikte uygulanması çok daha eski tarihlere dayanmaktadır. Bugüne kadar gelmiş olan her kültür, risk yönetiminin elemanlarını pratikte uygulamış ve uygulamaktadır. Modern risk yönetimi ise, eskiden beri süregelen bu uygulamalara yeni bir yapı ve bakış getirmektedir.

Risk yönetimi tabiri ilk kez 1950'li yılların sonlarında ABD' de kullanılmaya başlanmıştır. Risk yönetimi olasılık planlamasını da beraberinde getirir. Sürekli olarak “eğer olursa ne olur”, “ya olursa” sorularının yinelenmesidir. Risk yönetimi ilk zamanlar sigortacılıkla beraber ele alınmış ve sigortacılık içinde yer almıştır.¹⁰⁰

Aydeniz, e göre risk yönetimi, işletme yönetimlerinin de önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Risk yönetimi, risk politikasının temel ilkelerinin oluşturulmasını, organizasyon yapısı içerisinde risk yönetiminin konumunun belirlenmesi ve üst düzey yönetimi desteklemek amacıyla planlama, koordinasyon, bilgi ve kontrol süreçlerinin belirlenmesini içermektedir. Risk yönetimi uygulanırken potansiyel riskler, sistematik olarak belirlenmekte, değerlendirilmekte, yönlendirilmekte ve denetlenmektedir.

Firmanın yapısı ve sistemi oluşturulurken potansiyel riskler dikkate alınmalı ve belli bir amaç doğrultusunda yönetilmelidir. Bu nedenle risk yönetim sistemleri değişen çevre koşullarına uyumlu hale getirilebilmeli ve geliştirilebilmelidir.¹⁰¹

Derici, Tüysüz ve Sarı'ya göre bir çok unsuru açısından iç kontrol sisteminin bir parçası olarak görülen risk yönetimi, iç kontrol sisteminin daha rutin konuları içermesine karşın risk yönetiminin, daha ileriye dönük, üst düzey ve kurum dışına da

¹⁰⁰ Abdurrahim Emhan, **Risk Yönetim Süreci Ve Risk Yönetimde Kullanılan Teknikler**, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 23, Sayı: 3, 2009, s.209

¹⁰¹ E.Şule Aydeniz, **a.g.e.**, s.8-9

yönelik stratejiler ve daha genel politikalar izlemesi gibi bir farktan bahsedilebilmektedir.¹⁰²

2.4 Risk Yönetiminin Amacı

Risk yönetiminin amacı, yatırımcının kararlı bir şekilde yatırım faaliyetlerine devam edebilmesi için gerekli düzenlemeleri yapıp ve organizasyondaki mal ve kişilerin korunması ile işletmenin kazanma gücünü korumaktır. Böylece risk yönetimi, organizasyonda oluşabilecek beklenmeyen kayıpların en düşük maliyetle kontrol altına alınması için gerekli kaynakların ve faaliyetlerinin planlanması, organizasyonun, yönetilmesi ve kontrol edilmesi olarak tanımlanabilmektedir.

2.5 İşletmelerde Risk Yönetim Süreci

Risk yönetim sürecinde öncelikle risklerin sistematik olarak belirlenmesi, değerlendirilmesi ve önemli olduğu düşünülen risklerin karar verici mercilere iletilmesi gerekmektedir. Karşı karşıya kalınan risklere karşı gerekli tedbirleri zamanında alabilmek ve yönetebilmek risk yönetim sürecinde temel amaç olmalıdır. Risk yönetim süreci temelde 5 aşamadan oluşmaktadır:¹⁰³

- Risk stratejisi belirlenmeli, belirlenen risk stratejisiyle belirli davranışlar oluşturularak riskler fırsata dönüştürülebilmektedir.
- Riskler belirlenmeli ve tanımlanmalı, firmanın temel hedefi, hedeflerine ulaşmasında oluşabilecek riskleri zamanında, düzenli, hızlı ve eksiksiz olarak ele almaktır. Bu çerçevede sistematik bir yaklaşım yürütülmekte ve bu faaliyetlerle ilgili tüm sapmalar ve değişkenler belirlenmeli ve sınıflandırılmaktadır.
- Risk değerlendirme, risklerin belirlenip tanımlanması sonucu ortaya çıkan risklerin neden olabileceği kaybın tespit edilebilmesi için kullanılabilir.

¹⁰² Onur Derici, Zekeriya Tüysüz ve Aydın Sarı, **Kurumsal Risk Yönetimi ve Sayıştay Uygulaması**, **Sayıştay Dergisi**, S.65 (Nisan-Haziran 2007), s.152

¹⁰³ E.Şule Aydeniz, **a.g.e.**, s.23

- Riskin yönetilmesi ve denetlenmesi, risk değerlemesi yapıldıktan sonra belirlenen riskler firmanın risk stratejisiyle ortadan kaldırılmaya veya minimize edilmeye çalışılmaktadır.
- Raporlama, belirlenen riskler ve bu risklere karşı alınan önlemlerin rapor olarak sunulmasıdır.

2.6 Risk Yönetiminin İşletmelere Sağladığı Faydalar

Özsoy' a göre risk yönetimi, çok fazla riskin bulunduğu bir ortamda şirketlerin daha etkili bir şekilde faaliyet göstermelerine yardımcı olmaktadır ve risk yönetiminin faydaları aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir.¹⁰⁴

- Risk yönetimi, strateji ve risk iştahının ilişkilendirilmesine,
- Büyüme, risk ve getiri arasında denge kurulmasına,
- Karşılaşılan risklere karşı alınan kararların geliştirilmesine,
- Operasyonel sürpriz ve kayıpların minimum seviyeye indirilmesine,
- Şirketler arasında ortaya çıkan risklerin belirlenip yönetilmesine,
- Birden fazla riskle karşı karşıya kalındığında bu risklere karşı bütünlük tedbirlerin alınmasına,
- Fırsatların yakalanmasında ve sermayenin daha etkin kullanılmasında şirketlere daha gelişmiş bir yetenek sağlamaktadır.
- Risk yönetimi, bir şirketin karlılık hedeflerine ulaşması ve kaynaklarda yaşanabilecek kayıpların önlenmesine yardımcı olabilmektedir.
- Risk yönetim sistemiyle etkili bir raporlama yapılmasını sağlanabilmektedir.

¹⁰⁴ Mehmet Tahir Özsoy, **Yeni Türk Ticaret Kanunu Ve Şirketlerde Kurumsal Risk Yönetimi**, Mali Çözüm Dergisi, Sayı 110, Mart-Nisan 2012, s.174

- Risk yönetimi, şirketin kanun ve kurallarla uyum içinde faaliyetlerini sürdürmesini sağlayarak itibar kaybından ve diğer sonuçlardan kaçınmasına yardımcı olabilmektedir.

Özet olarak söylemek gerekirse risk yönetimi, bir kuruluşun yol üzerinde karşılaşılabileceği engel ve sürprizlerin minimize edilerek ulaşmak istediği noktaya ulaşmasına yardımcı olabilmektedir. Derecelendirme yaptıran şirketlerin daha yüksek kredi notu alabilmesine yardımcı olabildiği için daha yüksek kredi notu da, özellikle uluslararası borçlanmalarda kredi maliyetlerinin düşmesine yol açmaktadır. Ayrıca halka açılmalarda, satın alma ve birleşmelerde daha yüksek şirket değeri hesaplanmasına katkıda bulunmaktadır.¹⁰⁵

¹⁰⁵ Mehmet Tahir Özsoy, **a.g.e.**, s.174

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KORUNMA (HEDGING) STRATEJİLERİ

Teknolojik gelişmelerin hızla arttığı günümüz dünyasında, dünya ekonomilerinin globalleşme eğiliminde olması ve çağdaş finansman tekniklerinin gelişmekte olan ülkeler tarafından da kullanılmaya başlamasıyla piyasalarda meydana gelen dalgalanmalar tüm dünya ekonomilerini etkilemektedir. Bu dalgalanmaların etkisiyle değişen piyasa koşullarında bazı piyasa katılımcıları finansal türevleri kullanarak açıkta olan pozisyonlarını korumak amacıyla hedge yapmaya yönelmişlerdir.

Çalışmanın bu bölümünde piyasalarda meydana gelen dalgalanmaların ortaya çıkardığı riskleri minimize etmek için korunma (hedging) kavramına ve stratejilerinin türev piyasalar üzerinde kullanımına değinilmiştir.

3.1 Hedging

Chambers'a göre hedging, sonraki bir tarihte gerçekleşebilecek bir işlem için ya da öngörülen nakit pozisyonu için riskin azaltılması yöntemidir.¹⁰⁶

Hedging alım, satım veya sahip olunan pozisyonlardan kaynaklanan fiyat değişim riskine karşı korunma amacıyla bilinçli olarak yapılan işlemler olup, riskten korunmak isteyen yatırımcı, türev piyasalarını gelecekte emtia, hisse senedi, döviz fiyatları ve faiz oranlarında meydana gelecek hareketlerin sebep olduğu risklerden korunmak için kullanır. Günlük hayatın içerisinde fiyatlarda meydana gelen değişimler sonucu ortaya çıkan risklerden etkilenmemek mümkün olmadığı için, Fiyat değişimleri kaynaklı riskler ekonomik sistem içerisinde tüm sektörleri doğrudan etkilemektedir. Hedging amacıyla yapılan işlemler, potansiyel risklerin meydana getireceği olumsuz sonuçları ortadan kaldırmaktadır.¹⁰⁷

Riskin genellikle kontrolümüz dışında olduğu varsayılmaktadır. Hammadde maliyetlerinde, vergi oranlarında, teknoloji ve uzun bir liste oluşturulabilecek diğer farklı değişkenlerde öngörülemeyen değişikliğe maruz kalan bir işletmenin,

¹⁰⁶ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s.153

¹⁰⁷ T.C. Milli Eğitim Bakanlığı, (Çevrimiçi),

<http://www.selcuk.edu.tr/dosyalar/files/074/finansal%20teknikler.pdf>, Erişim Tarihi : 07.01.2017

yöneticisinin bu konuyla ilgili yapabileceği herhangi bir şey'in olmadığı anlayışı tam olarak doğru değildir. Yöneticiler bir sınıra kadar kabul edebilecekleri riskleri seçebilmektedirler.¹⁰⁸

Günümüzde, piyasalarda finansal türevlerin işlem hacmi, finansal türevlerin bağlı bulunduğu varlıkların işlem hacminden daha fazla artış gösterir hale gelmiştir. Piyasada meydana gelen değişimlerin ve bu değişimlerin beraberinde getirdiği risklerden korunma güdüsü bu artışta önemli bir paya sahiptir. Değişken piyasa koşullarında finansal türevleri kullanan piyasa katılımcıları açıkta olan pozisyonları için hedge yapmaya, risk almadan kazanç sağlamak için arbitraja veya riski göze alarak kar elde etmek amacıyla spekülasyona yönelmektedirler.¹⁰⁹

Ceylan ve Korkmaz'a göre korunmanın esası, risk aktarımı veya transferi olarak ifade edilmektedir. Gelecek piyasalarında da bu nedenle faiz ve kur riskleri başka bir piyasa katılımcısına aktarılır. Özellikle, yatırımcılar finansal gelecek sözleşmeleri ile ileriki bir tarihte gerçekleşecek olan bir işlem ile döviz kurunu veya faiz oranını sabitleştirebildiği için finansal gelecek sözleşmeleri, bankalar, işletmeler ve portföy yöneticileri tarafından risk yönetim aracı olarak kullanılabilir. Örneğin, kredi kullanan borçlular, kullanmış oldukları kredilerin, gelecekte vadesi geldiğinde, olası yüksek borç maliyetlerine karşı gelecek piyasalarını kullanırken, kredi kullandıranlar ise gelecekte faiz oranlarında yaşanabilecek düşüş ihtimaline karşı, hale yüksek getirili finansal gelecek sözleşmesi satın alarak kendilerini koruyabilirler. Portföy yöneticileri, gelecekte almayı planladıkları ürünlerin tahmini fiyat ve getirilerini sabitleyip, sahip oldukları finansal varlıkların değerini koruyabilmektedirler. Aynı şekilde portföy ihracatçılar ve ithalatçılar da kendilerini kur riskine karşı korumak için gelecek sözleşmeleri alıp satabilmektedirler.¹¹⁰

Chambers'a göre Opsiyon ve futures sözleşmelerin fiyatları, cari piyasada ilgili oldukları varlıkların fiyatları ile ilişkili oldukları için bu sözleşmeler cari piyasada söz konusu varlıklara yapılan yatırımın, riskini azaltmak veya artırmak amacıyla kullanılabilirler. Cari bir varlığın satın alınması ve buna bağlı olan bir futures kontratın

¹⁰⁸ Richard A Brealey; Stewart C Myers, Alan J. Marcus, **Kurumsal Finansın temelleri**, İstanbul, Matsis, 2015 s.671

¹⁰⁹ Nurgül Chambers, **a.g.e.**, s.153

¹¹⁰ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.548

veya bir call opsiyonun satılması yatırımcının riskinin azaltılması buna örnek olarak gösterilir ve bu yöntemle cari piyasada açık pozisyonu bulunan yatırımcının futures veya opsiyon piyasasındaki başka bir pozisyonla dengelenmektedir. Böyle bir stratejiye hedge adı verilmektedir.

Hedge işlemi şimdiki veya gelecekteki nakit pozisyonundan doğabilecek riskleri minimize etmek amacıyla yapılmaktadır. Bu riski başkasına aktaran kişiye de hedger adı verilmektedir. Hedger, varlığın fiyatlarında meydana gelebilecek risklerden olabildiğince kaçınmak veya bunları elemine etmek amacıyla türev piyasalardan yararlanmaktadır. Hedging finansal ya da finansal olmayan kurumlar tarafından oldukça fazla uygulanan bir yöntemdir. Bir banka, mevduatının gelecekteki maliyetlerini hedge etmek isterken, bir sanayi malı üreticisi olan bir diğer firma ise aldığı borçların gelecekte oluşabilecek maliyetlerini azaltmak için hedge yapabilir.¹¹¹

3.2 Hedging'in Temel Prensipleri

Hedging konusunda temel prensip olarak hedge edilecek olan varlıkla yakından ilişkili bir varlık üzerine yazılmış olan kontrat seçilmelidir. Hedger'in kontratı hemen kapatabilme olanağına sahip olması için, burada en önemli faktör olarak akışkanlık söz konusudur. Üzerinde durulması gereken diğer önemli bir faktör ise kontratın doğru fiyatlanıp fiyatlanmadığıdır. Örneğin bir futures kontratta kısa pozisyon olarak işlem yapmış olan bir hedger, futures kontratı satacağı için, bu kontratın yüksek fiyatlandırılmış olması ya da en azından doğru fiyatlandırılmış olması üzerinde duracaktır. Uzun pozisyon sahibi bir hedger ise kontratı satın almış olacağı için düşük fiyatlandırılması veya en azından doğru fiyatlandırılmış olması konusunu dikkate alacaktır.

Hedge işlemlerinin yapıldığı tarih ve teslim ayı arasındaki zaman farkı arttıkça, genellikle baz riski de artmaktadır. Bu nedenle teslim tarihinin seçimi birçok faktör tarafından etkilenebilmektedir. Teslim tarihi mümkün olduğu müddetçe işlem tarihine yakın seçilmelidir. Teslim tarihi seçildikten sonra pozisyonun yönüyle ilgili karar verilmelidir.¹¹²

¹¹¹ Nurgül Chambers, a.g.e., s.154

¹¹² A.e., ss.154-155

3.3 Kur Riskinden Korunma Alternatifleri

Kur riski, bir ülke parasının yabancı ülke paraları karşısındaki değerinde meydana gelebilecek değişimler sebebiyle karşı karşıya kalınan risktir. Kurlarda meydana gelen oynaklıklar döviz kuru riskinin kaynağını oluşturmaktadır. Kur riskinin ortaya çıkabilmesi için, işletmelerin, ekonomik birimlerin döviz riskine açık olması gerekmektedir. Döviz riskine açık olunması, kurlarda meydana gelen değişmelerin döviz cinsi varlıklar ve yükümlülükler ile henüz gerçekleşmemiş döviz cinsi gelir ve giderlerin değerini etkileme ihtimalidir.¹¹³

Ceylan ve Korkmaz'a göre haberleşme, ulaşım ve teknoloji alanında son yıllarda yaşanan gelişmeler diğer birçok alanda olduğu gibi dünya ticaret hacminin gelişmesine de katkı sağlamıştır. Uluslararası ticaret hızla büyüdüğü için, ülkeler arasında emek, sermaye ve doğal kaynak gibi üretim faktörlerinin transferleri de kolaylaşmış olup, ülke sınırları içinde izafi bir kavram olmaya başlamıştır.

Bilindiği gibi, ithalat ve ihracat işlemleri uluslararası ticaretin temelini oluşturmaktadır. Hemen hemen dünya üzerindeki her ülkenin veya her bölgenin kendine özgü bir para birimi bulunmaktadır. Farklı ülkelerde bulunan hükümetler, işletmeler ve kişilerin karşılıklı ticari ilişkilerden doğan borç ve alacakları vardır. Bu borç ve alacaklar genelde yabancı para cinsinden olduğu için taraflar açısından da döviz kuru riski taşımaktadır. Bu konu genel ekonomi çerçevesinde değerlendirildiğinde mal ve hizmet ithalat ve ihracatı kaynaklı olarak değerlendirilen döviz kuru riski, uluslararası para ve sermaye piyasalarında yapılan yatırımlar için de söz konusu olmaktadır.¹¹⁴

İşletmeler açısından konuya bakıldığında aşağıdaki durumlarda döviz kuru riski ortaya çıkmaktadır:¹¹⁵

- Vadeli mal alım ve satımlarının yabancı para cinsinden yapılması,
- Borç veya alacak tutarının geri ödemesinin yabancı para cinsinden olması durumunda,

¹¹³ Aslı Afşar vd., **Finansal Yönetim**, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir 2012, s. 140

¹¹⁴ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **a.g.e.**, s.549

¹¹⁵ **A.e.**,ss.549-550

- Yabancı para cinsinden yapılan forward işleminde paranın teslimi esnasında,
- İşletmenin varlık ve kaynaklarında yabancı para miktarının ağırlıklı olması durumunda.

Sözleşmelerden kaynaklanan kur riskinden korunmak için kullanılabilen hedging teknikleri aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir.¹¹⁶

- Vadeli işlem sözleşmeleri (futures) ile kur riskinden korunma,
- Forward piyasada işlem yaparak kur riskinden korunma,
- Para piyasasında işlem yaparak kur riskinden korunma,
- Opsiyon piyasalarında işlem yaparak kur riskinden korunma.

Vadeli işlem sözleşmeleri ile korunma, döviz vadeli işlem sözleşmelerini yani futures kontratlarının kullanımını içermektedir. Döviz borçları kaynaklı kur riskinden korunmak için yatırımcı, ilgili döviz cinsinden döviz vadeli işlem sözleşmeleri satın alabilir. Bunun tam tersi durumda ise, yani yatırımcı döviz cinsinden alacaklı konumda ise karşılaşacağı kur riskinden korunmak için döviz futures kontratları ile satış yönünde pozisyon alabilir.¹¹⁷

Erol'a göre kuramsal olarak futures kontratlarıyla riskten korunma yöntemi reel sektör için önemli bir araç olmakla birlikte, pratik uygulamada ise bazı riskleri kapsamaktadır. Futures kontratlarda pozisyonların gündelik olarak değerlendirilmesi (teminatlandırma sistemi) geçerli olduğu için bu durum futures kontratlarını riskten korunmak isteyen bir yatırımcı için bazı sorunlar yaratabilir.¹¹⁸

Forward piyasalarda işlem yaparak kur riskinden korunmak için yatırımcı forward sözleşmesi ile ödeyeceği veya tahsil edeceği dövizlerin kurunu önceden sabitlemiş olur. Futures piyasalardan farkı, sözleşmenin büyüklüğü, vadesi ve forward kur gibi konularda banka ile pazarlık yapılabiliyor olmasıdır. Yani forward sözleşmeler

¹¹⁶ Murat Yıldırım vd., **a.g.e.**, s.422

¹¹⁷ **A.e.**, s.422

¹¹⁸ Ümit Erol, **a.g.e.**, s.63

yatırımcının ihtiyaçlarında göre düzenlenebilmektedir. Dünyada özellikle büyük ölçekli işlemlerde forward sözleşmelerin kullanılması daha yaygındır.

Para piyasası işlemleri ile korunma, bir veya birden fazla para piyasası pozisyonu olarak gerçekleştirilmektedir. Döviz borçlarından kaynaklanan kur riskinden korunmak için yapılabilecek işlemler öncelikle yerli para cinsinden borçlanıp, yabancı paraya çevirip, yabancı para cinsinden de mevduata yatırılmalıdır. Döviz alacaklarından kaynaklanan kur riskinden korunmak için yapılabilecek işlemler ise öncelikle döviz cinsinden borçlanıp, yerli paraya çevrilip, yerli para cinsinden mevduata yatırılmasıdır.

Döviz opsiyonları ile korunma, şayet döviz cinsinden borçlanılmış ise döviz alım opsiyonu alınmalıdır. Döviz cinsinden alacaklar için ise döviz satım opsiyonu alınması suretiyle yapılır. Opsiyonların kullanım zorunluluğu olmadığı için bu tekniği kullanan yatırımcılar kurlarda meydana gelen ters hareketlerden etkilenmeyip, istenen yöndeki hareketlerin gerçekleşmesi durumunda ise bu hareketlerden yararlanma imkanı bulmaktadırlar. Bu özelliği nedeniyle opsiyonlar kur riski yönetiminde dünyada gittikçe daha fazla kullanılmaya başlanmıştır.¹¹⁹

¹¹⁹ Murat Yıldırım vd.,**a.g.e.**,s.423

SONUÇ

Hızlı bir değişim sürecinin yaşandığı günümüzde, bilişim, iletişim ve teknolojik alanlarda yaşanan gelişmeler, uluslararası finansal ilişkileri yoğunlaştırmış, dünya para ve sermaye piyasalarının gelişmesinde önemli rol oynamıştır. Teknoloji alanında yaşanan gelişmeler, ülkelerin her geçen gün birbirlerine daha çok bağımlı olduğu ekonomik bir sistem yaratmaktadır. Özellikle 1973 yılında Bretton-Woods sisteminin çökmesi sonucu diğer ülke paralarının ABD Doları karşısında dalgalanmaya bırakılması nedeniyle, mal ve hizmet fiyatları, faiz oranları ve döviz kurlarında dalgalanmalar meydana gelmiş olup, böylelikle uluslararası piyasalarda, kur, fiyat ve faiz riskleri de ortaya çıkmıştır. Tüm bu risklerle baş edebilmek için dünyada kullanılan en temel finansal araçların başında türev ürünler gelmektedir. Birçoklarına göre yüksek risk barındırdığı için uzak durulması gereken türev ürünler, asıl amaçları doğrultusunda kullanılırsa etkin bir risk yönetim araçları haline gelebilmektedir.

Bu çalışmada türev piyasalar ve türev ürünlere genel bir bakış yapıldıktan sonra, türev piyasaların tarihsel gelişimi ve türev piyasaların kullanım amaçları üzerinde durulmuştur. Ayrıca çalışmada risk ve risk türleri konuları incelenerek, piyasalarda meydana gelen dalgalanmalar neticesinde ortaya çıkan riskleri minimize edebilmek için türev piyasaların kullanılması ve korunma stratejileri üzerinde durulmuştur.

Türev ürünler üzerinde risk taşımak istemeyen yatırımcılar tarafından gelecekte meydana gelebilecek fiyat dalgalanmalarından kaynaklanan olumsuzluklardan korunma (hedging) amacıyla, arbitrajcılar tarafından risk almadan piyasalar arasındaki fiyat dengesizliklerinden yararlanarak kar etmek amacıyla ve spekülötörler tarafından piyasada ortaya çıkan fiyat değişimlerinin yönünü tahmin ederek kazanç sağlamak amacıyla yaygın olarak kullanılabilir.

Yapılan çalışmada türev ürünlerin bünyesinde kaldıraç etkisini barındırması, piyasalarda spekülasyon amacıyla kullanıldığında kazançların olduğu kadar kayıplarında artan oranda değişmesine neden olabileceği, fakat amaçları doğrultusunda kullanıldığında yatırımcılar açısından önemli olan mevcut risklerin asgari seviyeye indirilebileceği tespit edilmiştir.

Türev ürünlerin en temel fonksiyonu olan korunma işleviyle, risk, istekli olan spekülörlere aktarılmış olup, bir çeşit sigortalama sağlanmış olmaktadır. Böylelikle, türev piyasalar ekonomik sistem içindeki farklı kişi veya kurumlar arasında etkin bir dağıtım mekanizması görevini üstlenmektedir.

Türev piyasaların yapısı karmaşık olduğu için piyasayla yakından ilgisi bulunmayanlar tarafından anlaşılması çok kolay değildir. Yeteri kadar bilgi birikimine sahip olmadan yapılan işlemler ciddi kayıplara yol açabilmektedir. Bu nedenle öncelikle piyasaların işleyişi hakkında detaylı bilgi birikimine sahip olunması gerekmektedir.



KAYNAKÇA

- Afşar, A., İslatince, N., Arslan, B. G., Çağlarırnak Uslu, N., & Baştürk, F. H. (2012). Finansal Yönetim. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- Alkan, G. (2015). Finansal Piyasalar ve Kurumlar. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Arıçay, Y. (2003). Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Piyasaları Olası Etkileri. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (5), 1-19.
- Aşıköğlü, R., & Kayahan, C. (2008). Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye'nin Türev Piyasa Görünümü. Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi. Cilt: X. Sayı: II, 157 - 179.
- Aydeniz, E. Ş. (2008). İşletmelerde Gelecek (Futures) ve Opsiyon Sözleşmeleri ile Risk Yönetimi. İstanbul: Arıkan Basım Yayım Dağıtım.
- Boyacıoğlu, M. A. (2001). Türev Ürünler Ve İşleyişi. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi. Cilt: 4. Sayı: 2, 89-115.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2015). Kurumsal Finansın Temelleri. İstanbul: Matsis.
- Ceylan, A., & Korkmaz, T. (2015). İşletmelerde Finansal Yönetim. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Chambers, N. (2009). Türev Piyasalar. İstanbul: Beta Yayınları.
- Çevik, E. İ., & Pekkaya, M. (2007). Spot Ve Vadeli İşlem Fiyatlarının Varyansları Arasındaki Nedensellik Testi. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Cilt: 22. Sayı: 2, 49-66.
- Derici, O., Tüysüz, Z., & Sarı, A. (2007, Nisan - Haziran). Kurumsal Risk Yönetimi ve Sayıştay Uygulaması. Sayıştay Dergisi(65).
- Durmuşkaya, S. (2011). Türev Piyasaların Etkinliğinin Testi : İMKB 30-100 ve Döviz Piyasası. Yayımlanmış Doktora Tezi.

- Ekinci, F. (2003). Türev Ürünler Ve Almanya'da Bireysel Yatırımcıların Türev Ürünlerden Elde Ettikleri Kazançların Vergilendirilmesi. Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi(8), 1-11.
- Emhan, A. (2009). Risk Yönetim Süreci Ve Risk Yönetimde Kullanılan Teknikler. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 23, Sayı: 3, 209 - 220.
- Erol, Ü. (2014). Türev Piyasalar Futures, Forward, Swap ve Opsiyonlar. İstanbul: Bahçeşehir Üniversitesi Yayınları.
- İbiş, A. (2015). İşletmelerde Risk Yönetimi ve Türev Ürünlerin Kullanımına ilişkin Bist'de Bir Uygulama. Balıkesir: Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- İşgüden, B. (2008, Şubat). Risklerden Korunma Aracı Olarak Futures (Vadeli İşlem) Sözleşmeleri: Bir Araştırma. Mevzuat Dergisi(122).
- İşleyen, İ. Ş. (Mayıs - Haziran 2011). Döviz Kuru Riskini Azaltmanın En Etkin Yolu Forward İşlemleri. Mali Çözüm Dergisi, 177-182.
- Kadıoğlu, S. (2012). Finansal Krizler ve Türev Ürünler. İstanbul: Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karatepe, Y. (2000). Türev Piyasaları. Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını, Yayın No: 587 .
- Kaya, A., Güngör, B., & Özçomak, M. (2014). Politik Risk Yatırımcının Dikkate Alması Gereken Bir Risk midir? Borsa İstanbul Örneği. Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi 16/1, 74-87.
- Keskin, A. D. (2007). Swap İşlemi ve Hukuki Niteliği. Ankara, Ankara: Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü .

Milli Eğitim Bakanlığı. (2007).

<http://www.selcuk.edu.tr/dosyalar/files/074/finansal%20teknikler.pdf>. 01 07,
2017 tarihinde

<http://www.selcuk.edu.tr/dosyalar/files/074/finansal%20teknikler.pdf> adresinden
alındı

Özçalık, M., & Soysal, M. (2016). Finansal Kurumlar ve Finansal Krizlerin Ekonomik Etkileri. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Özsoy, M. T. (2012, Mart - Nisan). Yeni Türk Ticaret Kanunu Ve Şirketlerde Kurumsal Risk Yönetimi. Mali Çözüm Dergisi(110).

SPK. (2016, Haziran). Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri. SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları. Ankara.

Vakıfbank. (tarih yok). Vakıfbank. 01 22, 2017 tarihinde

<http://www.vakifbank.com.tr/viop-islem-esaslari.aspx?pageID=1088> adresinden
alındı

Yıldırım, M. (2015). Finansal Yönetim. İstanbul: Beta Yayınları.