

**T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS BİLİM DALI**

**VADELİ İŞLEMLER BORSASI VE TÜRKİYE'DE
VADELİ İŞLEM DÖVİZ KONTRATLARI**

Yüksek Lisans Tezi

**Alper ÖZDEMİR
0850Y75103**

İstanbul, Ocak 2012

**T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS BİLİM DALI**

**VADELİ İŞLEMLER BORSASI VE TÜRKİYE'DE
VADELİ İŞLEM DÖVİZ KONTRATLARI**

Yüksek Lisans Tezi

**Alper ÖZDEMİR
0850Y75103**

Danışman: Prof. Dr. Feryal Orhon Basık

İstanbul, Ocak 2012

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ONAY SAYFASI

Yüksek Lisans Öğrencisi Alper Özdemir'in "Vadeli İşlemler Borsası ve Türkiye'de Vadeli İşlem Döviz Kontratları" konulu tez çalışması jürimiz tarafından Uluslararası Bankacılık ve Finans Yüksek Lisans tezi olarak (oybirliği / oyçokluğu) ile başarılı bulunmuştur.

	Adı- Soyadı	İmza
Tez Danışmanı	:
Jüri Üyesi	:
Jüri Üyesi	:

Hazırlamış olduğum tez özgün bir çalışma olup YÖK ve İTİCÜ 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.

ÖZET

VADELİ İŞLEMLER BORSASI VE TÜRKİYE'DE DÖVİZ VADELİ İŞLEM KONTRATLARI

ÖZDEMİR, Alper

Yüksek Lisans Projesi, Uluslararası Bankacılık ve Finans

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Feryal Orhon Basık

Ocak 2011, 148 Sayfa

Bu çalışmada; dövize dayalı vadeli işlemlerin genel özellikleri, kullanım alanları, avantajları ve Ülkemizde yeni olan bu piyasanın takas sistemi Takasbank temel alınarak anlatılmaya çalışılmıştır. Ülkemizde vadeli işlemlerin takası, Takasbank tarafından yerine getirilmekte, olup takas merkezi bu işlemlerde alıcıya karşı satıcı satıcıya karşı alıcı olarak garantörlük görevi üstlenmekte, aynı zamanda üyelerden aldıkları teminatları günlük fiyat değişikliklerine bağlı olarak günlük olarak değerlemektedir. Takasbank hem merkezi takas, hem merkezi saklama hizmeti vermektedir.

Anahtar Kelimeler: Dövize Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri,

Riskten Korunma Yolları, Teminatlandırma, Takas Merkezi.

ABSTRACT

VADELİ İŞLEMLER BORSASI VE TÜRKİYE'DE DÖVİZ VADELİ İŞLEM KONTRATLARI

ÖZDEMİR, Alper

Master of Science Project, Internal Banking and Finance

Project Consultant: Prof. Dr. Feryal Orhon Basık

January 2011, 148 Page

In this work; the general characteristics of the currency futures, their using areas, advantages and the clear system which is new in our country are tried to be explained on the basis of Takasbank. In our country, the clear of the currency futures are executed by Takasbank and the clearing center has the duty of being the guarantor of the seller against the buyer and the guarantor of the buyer against the seller and at the same time, the bank evaluates the guaranties provided by the members based on the daily price changes. Takasbank provides the services of both central clear and also central safe keeping.

Key Words: Currency Futures, Ways of Risk Protection, Assurance,
Clearing Center.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	iii
ABSTRACT	iv
KISALTMALAR	vii
TABLO LİSTESİ	viii
ŞEKİL LİSTESİ	ix
GİRİŞ	1
1. VADELİ İŞLELER BORSASI	3
1.1. Vadeli İşlem Piyasası Kavramının Analizi	3
1.1.1. Vadeli İşlem Piyasalarının Tanımı	4
1.1.2. Vadeli İşlem Piyasalarının Gelişimi	6
1.1.3. Vadeli İşlem Piyasalarının Nitelikleri	10
1.1.4. Vadeli İşlem Piyasalarının Gerekliliği	15
1.1.5. Vadeli İşlem Piyasalarının Yapısı ve İşleyişi	15
1.1.6. Vadeli İşlem Piyasalarının Katılımcıları.....	17
1.1.7. Vadeli İşlem Piyasalarında Kullanılan Temel Stratejiler	18
1.2. Vadeli İşlem Piyasalarında İşlem Gören Kontratlar	21
1.2.1. Forward Kontratları.....	22
1.2.2. Futures Kontratları.....	25
1.2.3. Opsiyon Kontratları.....	27
1.2.4. Swap Kontratları.....	29
1.3. Vadeli İşlem Piyasalarında Kontrat Türleri	31
1.3.1. Finansal Vadeli İşlem Kontratları.....	31
1.3.1.1. Döviz Dayalı Vadeli İşlem Kontratları.....	32
1.3.1.2. Faize Dayalı Vadeli İşlem Kontratları.....	34
1.3.1.3. Endekse Dayalı Vadeli İşlem Kontratları.....	41

1.3.2. Emtiaya Dayalı Vadeli İşlem Kontratları.....	44
2. Döviz Piyasaları ve Döviz Vadeli İşlem Kontratları	48
2.1. Döviz Piyasası Kavramının Analizi	48
2.1.1. Döviz Piyasası Kavramının Tanımı	48
2.1.2. Döviz Piyasalarının Gelişimi	52
2.2. Döviz Kuru Kavramının Analizi	54
2.2.1. Döviz Kuru Kavramının Tanımı	54
2.2.2. Döviz Kurunun Belirlenmesi.....	56
2.2.3. Döviz Kuru Riski.....	58
2.3. Döviz Dayalı Vadeli İşlem Kontratları Kavramının Analizi.....	59
2.3.1. Döviz Dayalı Vadeli İşlem Kontratları Kavramının Tanımı	59
2.3.2. Döviz Dayalı Vadeli İşlem Kontratları Kavramının Gelişimi.....	60
2.3.3. Döviz Dayalı Vadeli İşlem Kontratları Kavramının Avantajları	62
2.3.4. Döviz Dayalı Vadeli İşlem Kontratları Kavramının Özellikleri..	63
2.3.4.1. Kontrata Konu Olan Ürün / Menkul Kıymet / Finansal	
Gösterge	50
2.3.4.2. Kontratın Vadesi.....	63
2.3.4.3. Son İşlem Günü	64
2.3.4.4. Kontrat Büyüklüğü	64
2.3.4.5. Uzlaşma Şekli.....	64
2.3.4.6. Minimum Fiyat Adımları	65
2.3.4.7. Fiyat Hareket Sınırı	65
2.3.4.8. Günlük Uzlaşma Fiyatı.....	65
2.3.4.9. Fiyatların Okunması.....	67
2.3.5. Döviz Dayalı Vadeli İşlem Kontratları Korunma Yöntemleri.....	68
2.3.5.1. Riskten Korunma Amaçlı Kullanım	68
2.3.5.2. Yatırım Amaçlı Kullanım	69
2.3.5.3. Spekülasyon Amaçlı Kullanım	70
2.3.5.4. Arbitraj Amaçlı Kullanım	71
3. Türkiye’de Döviz Vadeli İşlem Kontratları.....	72
3.1. Genel Olarak	72
3.2. Türkiye’de Döviz Vadeli İşlem Kontratları İle İlgili Gelişmeler.....	73

3.3. Döviz Vadeli İşlem Kontratlarının Performansı ve Ekonomik	
Parametreler	85
3.3.1. Dış Ticaret Hacmi	86
3.3.2. Dış Borç Kullanımı.....	86
3.4. Türkiye’de Döviz Vadeli İşlem Kontratlarında Vergilendirme	89
3.4.1. Vadeli İşlem Kontratlarından Elde Edilen Gelirin	
Vergilendirilmesi Raporu.....	86
3.5. Türkiye’de Döviz Vadeli İşlem Kontratlarında Takas.....	115
SONUÇ	135
KAYNAKLAR	140
ÖZGEÇMİŞ.....	149

KISALTMALAR

A.Ş. :	Anonim Şirket
ABD :	Amerika Birleşik Devletleri
CBOT :	Chicago Bord Of Trade – Chicago Ticaret Kurulu
CME :	Chicago Mercantile Exchange – Chicago Ticaret Borsası
DİBS :	Devlet İç Borçlanma Senedi
DTB :	Alman Vadeli İşlemler Borsası
EFT :	Elektronik Fon Transferi
EUREX :	Almanya - _sviçre Vadeli _slemler Borsası
IMM :	International Money Market – Uluslar arası Para Borsası
İAB :	İstanbul Altın Borsası
İMKB :	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
SPK :	Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB :	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TVİS :	Takasbank Vadeli İşlem Sistemi
USD :	United State Dollar – Amerikan Doları
VOB :	Vadeli İşlem Ve Opsiyon Borsası
VOBİS :	Vadeli İşlem Ve Opsiyon Borsası İşlem Sistemi
VOBKE :	Vadeli İşlem Ve Opsiyon Borsası Kullanıcı Ekranı

TABLO LİSTESİ

Tablo 2.1. VOB Temsilci Ekranı.....	67
Tablo 3.1. İşlem Hacminin ve Açık Pozisyon Sayısının Aylık Gelişimi (Adet)...	76
Tablo 3.2. İşlem Hacminin ve Açık Pozisyon Sayısının Aylık Gelişimi (TL)	76
Tablo 3.3. İşlem Hacmi	77
Tablo 3.4. Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacmi (Adet) / Yüzdesele Dağılım (2009 – 2010)	52
Tablo 3.5. Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacmi (TL) / Yüzdesele Dağılım (2009 – 2010)	53
Tablo 3.6. 2010 VOB Döviz Vadeli İşlem Sözleşmesi Verileri	80

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1.1. Vadeli İşlem Uzun Pozisyonu	20
Şekil 1.2. Vadeli İşlem Kısa Pozisyonu.....	21
Şekil 1.3. Faize Dayalı Vadeli İşlem Kontratlarının İşleyişi	39

GİRİŞ

Dünya genelinde yaşanan gelişmeler sonucu finansal risklerin artması, bu risklerden korunmak için yeni tekniklerin geliştirilmesi ihtiyacını doğurmuştur. Bireylerin, kurumların aldıkları yatırım kararlarında gelecekte oluşacak olan mal fiyatlarını, faiz oranlarını ve döviz kurları gibi etkenleri riskten korunmak amacıyla bugünden tahmin etmek istemesi sonucu olarak geliştirilen türev ürünler olarak adlandırılan forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmeleri ve bu ürünlerin işlem gördüğü piyasalar, son yıllarda yaygın olarak kullanılır hale gelmiştir. Belli ölçüde piyasaları liberalizasyon sürecine girmiş hemen hemen tüm ülkelerde türev ürünler kullanılmaktadır.

Türev araçlar; öncelikle mal piyasalarında, bunu izleyen yıllarda da yaygın olarak finansal piyasalarda kullanılmaya başlanmıştır. Özellikle 1970'ler sonrasında döviz kurları ve faiz oranlarında ortaya çıkan fiyat dalgalanmaları, petrol krizinin ardından gelen enflasyon artışı, mevcut para ve sermaye piyasalarındaki belirsizlikler, türev araçlara olan ihtiyacı hızlandırmıştır. Ülkemizde de yeni yeni kullanılmaya başlayan vadeli işlem sözleşmeleri, İzmir'de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın açılışı ile birlikte ivme kazanmıştır.

Özellikle 2001 Şubat ayında ortaya çıkan ekonomik krizden sonra dalgalı kur rejimine geçilmesi, Türkiye'de dövize dayalı vadeli işlem piyasası kurulması girişimlerini hızlandırmıştır. Çünkü dalgalı kur rejiminin uygulandığı ülkelerde, geleceğe yönelik belirsizliklerin artması ve kur istikrarsızlığının yarattığı kur riskinden korunmak önem arz etmektedir.

Türev araç sözleşmeleri, hem şartların taraflar arasında serbestçe belirlendiği tezgâh üstü (OTC) hem de organize piyasalarda işlem görebilmektedir. Fakat türev piyasaların organize borsalar bünyesinde çalışması ve takas kurumu tarafından takip edilip sonuçlandırılması, karşı taraf riski bulunan ve likiditenin hızlı kaybolduğu tezgâh üstü piyasalara göre daha çok tercih edilen bir durumdur.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde bu çalışmanın amacı; Türkiye’de henüz yeni kurulmuş olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nda döviz üzerine işlem gören sözleşmelerin kullanılma ve ihtiyaç duyulma sebeplerini ve bu sözleşmelerin ülkemizdeki takas esaslarını ortaya koymaktır.

Bu bağlamda çalışmanın Giriş Bölümü’nün ardından; “Vadeli İşlemler Borsası” başlıklı Birinci Bölümü’nde; “Vadeli İşlem Piyasası Kavramının Analizi”, “Vadeli İşlem Piyasalarının Gelişimi”, “Vadeli İşlem Piyasalarının Nitelikleri”, “Vadeli İşlem Piyasalarının Gerekliliği”, “Vadeli İşlem Piyasalarının Yapısı ve İşleyişi”, “Vadeli İşlem Piyasalarının Katılımcıları”, “Vadeli İşlem Piyasalarında Kullanılan Temel Stratejiler”, “Vadeli İşlem Piyasalarında İşlem Gören Kontratlar” ve “Vadeli İşlem Piyasalarında Kontrat Türleri” alt başlıkları doğrultusunda anlatımlarda bulunulacaktır.

Çalışmanın, “Döviz Piyasaları ve Döviz Vadeli İşlem Kontratları” başlıklı İkinci Bölümü’nde; “Döviz Piyasası Kavramının Analizi”, “Döviz Piyasalarının Gelişimi”, “Döviz Kuru Kavramının Analizi”, “Döviz Dayalı Vadeli İşlem Kontratları Kavramının Analizi” ve “Döviz Dayalı Vadeli İşlem Kontratları Korunma Yöntemleri” alt başlıkları doğrultusunda açıklamalarda bulunulacaktır.

Çalışmanın, “Türkiye’de Döviz Vadeli İşlem Kontratları” başlıklı Üçüncü Bölümü’nde; “Türkiye’de Döviz Vadeli İşlem Kontratları İle İlgili Gelişmeler”, “Döviz Vadeli İşlem Kontratlarının Performansı ve Ekonomik Parametreler”, “Türkiye’de Döviz Vadeli İşlem Kontratlarında Vergilendirme” ve “Türkiye’de Döviz Vadeli İşlem Kontratlarında Takas” alt başlıkları doğrultusunda anlatımlarda bulunulacaktır.

Çalışmanın Sonuç Bölümü’nde; çalışmada yer verilen kuramsal çerçeve özet mahiyetinde değerlendirilecek ve konu ile ilgili önerilerde bulunulacaktır.

1. VADELİ İŞLEMLER BORSASI

1.1. VADELİ İŞLEM PİYASASI KAVRAMININ ANALİZİ

Dünya genelinde yaşanan gelişmeler çerçevesinde finansal risklerin artması ve döviz kurlarında ortaya çıkan dalgalanmalar ile para ve sermaye piyasalarında uluslararası ilişkilerin yoğunlaşması, bilgi ve iletişim teknolojilerinde söz konusu olan değişim ve gelişmeler ve risk yönetiminin giderek önem kazanmaya başlaması vb. sebeplerle, finansal piyasalar da zorunlu olarak bir değişim ve gelişme süreci içerisinde yer almak durumunda kalmıştır. Bu durumun bir neticesi olarak ortaya çıkan uluslararası bankalar arasındaki yoğun rekabet süreci de, yeni ürünlerin yaratılması gerekliliğini beraberinde getirmiştir. Bu bağlamda para ve sermaye piyasaları hızla bütünleşmeye başlamış ve “değişkenlik” daha fazla kendisini hissettirir hale gelmiştir. Finans teorisyenleri ve uygulayıcıları bu süreci daha sağlıklı yönetebilmek ve kontrol edebilmek adına, yeni bilgi ve iletişim teknolojilerinin de sağladığı imkânlarla, yeni finansal araçlar geliştirme arayışı içerisine girmişlerdir.

“Türev ürünler” olarak nitelendirilen bu araçların bir kısmı, özellikle 1980’li yıllardan itibaren daha yaygın olarak kullanılmaya ve organize borsa çatısı altında işlem görmeye başlamış; bir kısmı da, ürünün pazarlamasını yapan finansal kuruluş ve tüketicisi arasında, tüketici ihtiyacının gerektirdiği miktar ve süre göz önünde bulundurularak değerlendirilmiştir. Söz konusu edilen bu türev ürünler; döviz, faiz ve endeks future ve opsiyonları olarak belirlenmekte ve bu ürünlerin işlem gördüğü piyasalar da, “vadeli işlem piyasaları” olarak nitelendirilmektedir.

Bu temelde vadeli işlem piyasaları, bugün itibariyle büyük bir finans endüstrisi haline gelmiştir. Kurulmalarındaki en önemli amaç, piyasalardaki karar alma süreçlerini olumsuz yönde etkileyen fiyat riskini azaltmak olarak belirlenen vadeli işlem piyasaları; etkin işlemesi durumunda, piyasada işlem yapan kuruluşların ilgili

ürüne ait arz ve talebe yönelik seyri takip edebilmelerine olanak sağlamakta ve alım – satımlarda, sadece geçmiş fiyatların değil, gelecekte söz konusu olabilecek fiyatların da değerlendirilebilmesini mümkün kılmaktadır.

Çalışmada analiz edilecek kavramlar ve işleyişler arasında yer alan vadeli işlem piyasaları ile ilgili olarak bu aşamada; tanımının, gelişiminin, niteliklerinin, gerekliliğinin, katılımcılarının ve temel stratejilerinin belirlenmesine yönelik değerlendirmelerde / anlatımlarda bulunulacaktır.

1.1.1. VADELİ İŞLEM PİYASALARININ TANIMI

İktisadi açıdan “piyasa”; “alıcı ve satıcıların birbirleriyle karşılıklı iletişim içerisinde bulunma imkânına sahip olabildikleri ve mübadelenin / değişimin meydana geldiği yer olarak tanımlanabilen bir kavramdır. Bu doğrultuda piyasalar; alım – satım işleminin sonucu olarak el değiştiren kıymetlerin vadesine göre, “spot piyasalar” ve “vadeli piyasalar” olarak ikiye ayrılmaktadır. İşlemin ardından mal ya da kıymetin karşılığı olan paranın el değiştirmesini sağlayan piyasalar “spot piyasalar”; bununla birlikte ileri bir tarihte teslimi yapılmak üzere bir malın ya da finansal aracın bugünden alım satımının yapıldığı piyasalar ise “vadeli piyasalar” olarak tanımlanmaktadır.¹

Vadeli piyasalarda işlem gören kontratlar, spot piyasadaki işlemlere göre daha karmaşık bir yapıya sahip olduğundan, profesyonel yatırımcılara daha çok hitap eden ürünler olarak değerlendirilebilmektedir ve vadeli işlemler; futures, opsiyon ve forward işlemlerin tümü için kullanılabilir. Bu işlemlerin ortak ve en önemli özelliği ise, gelecekte oluşacak olan fiyat hareketlerinin doğuracağı riskten korunmaktır. “Vadeli İşlem Piyasaları”, “Türev Piyasalar” olarak da adlandırılabilir.²

¹ Nurgül R. Chambers, **Türev Piyasalar**, İstanbul: Avcıol Yayınevi, 2008, s. 24.

² Tülin Akkum, “Döviz Opsiyonları ve Opsiyon Fiyatlama Modelleri”, İstanbul: **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, Yıl: 2008, Cilt: 29, Sayı: 1, s. 98.

“Vadeli işlemler piyasası” en genel çerçevede; vadeli işlem kontratlarının alınıp satıldığı organize piyasaları ifade etmektedir. Bu piyasada aracı üyeler vasıtasıyla herkes, borsa tarafından belirlenmiş miktar ya da oranda teminat yatırmak suretiyle, vadeli alım ya da satım yapabilmektedir. Vadeli işlem piyasalarının iki önemli unsuru da, “Vadeli İşlem Borsası” ve “Takas Merkezi” olarak belirlenmektedir.³

Türevsel araç; mal fiyatlarına, döviz, faize ve borsa endeksine dayalı finansal bir ürün olarak tanımlanmaktadır. Bu piyasada alım – satıma konu olan menkul kıymetler pay sendi ve tahvil gibi değerler olmayıp, önceden belirlenen bir vadede ve büyüklükte, üzerine yazılan mal ya da kıymetin teslimini içeren türevsel ürünlerdir.⁴ Bu kontratlar taraflara; bugünden, gelecekte belirlenmiş ileri bir tarihte, üzerinde anlaşılan fiyattan, belirli miktar ve kalitedeki malı, döviz ya da menkul kıymeti alma ya da satma hak ve/veya yükümlülüğünü getirmektedir.

Vadeli işlem piyasalarında, spot işlemin tersi yapılması adına, bir anlamda dönüşü olmayan bir adım atılması söz konusu olmaktadır. Spot piyasalarda, alım – satım yapan bir satıcının riskini dengeleyebilmesi ve zarardan kurtulabilmesi adına, vadeli işlem piyasalarında aynı anda aynı fiyatla satış yapmış olması gerekmektedir. Ancak bu durumda da, fiyatlar yükseldiği anda elde edilen olası kârdan yoksun kalınmış olunacaktır.⁵ Eğer dengeleme işlemi seçmeli piyasalarda yapılmakta ise de, bu durumda da fiyat yükseldiği takdirde yatırımcı opsiyon hakkını kullanamayacak ve sadece opsiyon bedeli kadar bir zararla, daha büyük bir kazancı kurtarabilecektir.

³ Çetin Ali Dönmez. **Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş**, İstanbul: IMKB Yayınları, 2009. s. 6.

⁴ Pınar Özalp, **Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi İçindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları**, Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi, 2007, s. 2.

⁵ Muharrem Karslı, **Sermaye Piyasası, Borsa ve Menkul Kıymetler**, İstanbul: İrfan Yayıncılık, 1994, s. 236.

1.1.2. VADELİ İŞLEM PİYASALARININ GELİŞİMİ

Vadeli (forward) işlem kontratları; günlük yaşam içerisinde de sıklıkla kullanılan kontratlar olması adına, kullanımı, tarihsel süreç içerisinde ticaretin başlamasına dayanmaktadır denilebilir. Bu bağlamda, özellikle son dönemlerde kullanılmaya başlandığı düşünülmeye rağmen türev araçlarının, tarih boyunca kullanıldığını görmek olasıdır. Konu ile ilgili alanyazın incelendiğinde görülmektedir ki; ilk vadeli işlem kontratları, M.Ö. 1750 yılında Mezopotamya’da kil tabletlere yazılmıştır. Kayıtlara geçmiş ilk vadeli işlem kontratları ise; Eski Yunan’da Milet’te yaşayan filozof Thales’in, kış aylarından itibaren bahardaki zeytin hasadı için, zeytinyağı sıkma makineleri için yaptığı ve bir anlamda günümüzdeki alım opsiyonlarına benzeyen pazarlıklarıdır.⁶

Futures piyasaların oluşumu ise; üretici ve tüketicilerin, herhangi bir malın ilerideki fiyat değişimlerinden etkilenmemek istemelerinin bir sonucu olarak, özellikle Orta Çağ’da söz konusu olmuştur. Bu bağlamda Orta Çağ’da tüccarlar, bugünden anlaştıkları malların teslimatını gelecekteki bir tarihe erteleyerek anlaşmalar yapmaktaydılar. Birkaç yüzyıldan bu yana da, gelişmiş Avrupa şehirlerinde, mallar için organize spot piyasaların gelişmeye başladığı görülmektedir.⁷

Günümüzde anlaşıldığı ve kullanıldığı çerçevesi ile organize borsalarda işlem gören vadeli işlem kontratlarına benzer ilk uygulama da; 1697 yılında Japonya’da, Japon feodal sisteminde toprak sahiplerinin, ekonomide para gibi kabul gören “Alındı Sertifikaları (Certificates of Receipt)” kullanımı ile başlamıştır. Pirinç fiyatlarındaki değişimlere göre, söz konusu sertifikaların da değiştiği gözlenince, spekülörler ile birlikte ilk vadeli işlem piyasası “Dojima Pirinç Piyasası” oluşmuştur. Bunun sonucu olarak 18. yüzyıl itibariyle vadeli işlemler, Japon Hükümeti tarafından yasaklanmış, ancak daha sonrasında da fiziki teslimata izin verilen

⁶ Erdoğan Oral ve Murat Kayacan, “Finansal Türevlere Ne Zaman Başlanmalı?: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Örneği”, İstanbul: **İMKB Dergisi**, Yıl: 2, Sayı: 5, 1999, s. 32.

⁷ Oral ve Kayacan, a.g.e., s. 33.

ve günümüz uygulamalarına benzer kuralları içeren vadeli işlem kontratları, sıkı düzenlemelerle yeniden kullanılmaya başlamıştır.⁸

19. yüzyıl itibariyle de; gelişen sanayinin etkisiyle özellikle çiftçilerin üretim kapasitesi artmış ve ulaşım ve iletişim alanlarında yaşanan değişim ve gelişimler yerel pazarların uluslararası pazarlara doğru genişlemesini sağlamıştır. Bu dönem itibariyle ABD’de Chicago şehri, bir ticaret merkezi konumundaydı ve çiftçiler / sanayiciler, ürünlerini ya da mallarını satmak adına Chicago’ya getirmekteydiler.

1830’lı yıllar itibariyle, henüz demiryolu ulaşımının gelişmediği ve malların muhafazası için siloların yetersiz kaldığı düşünüldüğünde de, hasat zamanında mallarını Chicago’ya getirmek durumunda olan çiftçiler, “arz fazlası sorunu” ile karşı karşıya kalmaktaydılar. Bu sorunu bertaraf etmek isteyen bazı çiftçiler, ürünlerini önceden satmaya başlamışlar ve böylece fiyat riskini de, alıcıya devredebilir hale getirmişlerdir.⁹ Gelecekte teslim edilecek ürünü garanti altına almaktan çok, fiyat değişimlerinden yararlanmak isteyen spekülâtörlerin ortaya çıkması ile de, çiftçiler için söz konusu olabilecek fiyat riskini üstlenecek bir grup oluşmuştur.

Tüm bu gelişmeler neticesinde de; forward işlemlerde, taraflardan birinin taahhüdünü yerine getirmeme riskinin ve ürünün kalitesinin standart olmamasından kaynaklanan belirsizlik ortamının devre dışı bırakılabilmesi ve karşılaşılan sorunların çözümlenebilmesi adına, 1848 yılında tahıl üreticileri bir araya gelmiş ve organize bir borsada vadeli işlemlerini gerçekleştirebilmek için, Chicago Ticaret Kurulu’nu (Chicago Board of Trade – CBOT) kurmuşlardır. CBOT’ta ilk vadeli işlem kontratı, 1851 tarihi ile kayıtlara geçmiş ve 1865 yılına kadar da, future işlemlerin standartlaştırılmasına yönelik çalışmalar tamamlanarak, “Tarımsal Vadeli İşlem Kontratları”nın kuralları belirlenmiştir.¹⁰

⁸ Ayşe Eyüboğlu Aksel, **Futures Piyasaları**, İstanbul: Creative Yayıncılık – SPK Yayınları. Yayın No: 21. 1995, s. 19.

⁹ İhsan Ergan, **Finansal Türevler**, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2007, s. 29.

¹⁰ Aksel, a.g.e., s. 33.

Yumurta ve diğerk çiftlik ürünlerinin alınıp satıldığı Chicago Produce Exchange 1874 yılında, daha sonraları ilk finansal vadeli işlem ürünlerini piyasaya sürecekt olan Chicago Ticaret Borsası (Chicago Mercantile Exchnage – CME) ise 1919 yılında kurulmuştur. Ancak 1970 yılında, altın sisteminin çökmesi ve petrol krizi ile birlikte, başka finansal enstrümanların da risk transferi için gerekli olduğu sonucunu ortaya çıkarmıştır. Bunun üzerine 1972 yılında, CME'nin bir yan kuruluşu olarak “Uluslararası Para Pazarı (International Money Market – IMM) oluşturulmuş ve bu pazarda, yedi yabancı para birimi cinsinden, finansal araçlar üzerine futures işlemler başlatılmıştır.¹¹

CBOT; bu temelde faiz oranlarına dayalı vadeli işlem kontratları oluşturmuş ve bu yöndeki ilk kontratta, 20 Ekim 1975 tarihinde % 8 faizli ve doğrudan geçişli GNMA Sertifikaları'na (“Ginnie Mae Pass – Through” – ABD'de Devlet Ulusal İpotek Birliği'nin garantisinde çıkartılan ve ipotek senetlerinin oluşturduğu portföyü teminat olarak gösteren kıymetler), CBOT'ta açılan pazarda işleme sunulmuştur. Hazine bonolarına ve ABD tahvillerine dayalı ilk vadeli işlem kontratları ise, 1977 yılında piyasaya sürülmüştür.¹²

1981 yılında CME'de, 3 aylık EuroDollar vadeli işlem kontratları ile işlem yapılmaya başlanmış ve 1982 yılında da ilk kez, S&P 500 endeksine dayalı vadeli işlem kontratları piyasaya sürülmüştür. Bununla birlikte de, vadeli işlem piyasalarına borsa endeksleri konu olmaya başlamıştır. Aynı yıl Kansas City Board Trade'de, 1700 hisse senedine dayalı “Value Line Endeksi” adını taşıyan ilk endeks futures ve New York Futures Exchange'de de, New York Futures Exchange endeksine dayalı vadeli işlem kontratları işlem görmeye başlamıştır.¹³

Vadeli işlem borsaları, ABD'den sonra Tokyo ve Londra gibi büyük piyasalarda da görülmüş ve Kuzey Amerika dışında ilk defa Financial Times Stock Exchange endeksine ait kontratlar, London International Futures Exchange'de

¹¹ Ersan, a.g.e., s. 29.

¹² Ersan, a.g.e., s. 30.

¹³ Ümit Erol, **Futures Piyasaları: Teori ve Pratik**, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 190, 2008.

(LIFFE), 1984 yılında alınıp satılmaya başlanmıştır. ABD dışında, uluslararası alanda önemli vadeli işlem borsalarına örnek olarak da; Londra (LIFFE), Rio de Janario (BBF), Singapur (SIMEX), Tokyo (TIFFE), Paris (MATTIF), Zürih (SOFFEX) ve Frankfurt (DTB) verilebilmektedir.¹⁴

Ülkemizde de vadeli işlem ve opsiyon kontratlarının işlem göreceği bir borsa oluşturulmasına yönelik çalışmaların başlangıcı, 1980’li yılların sonlarına dayanmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) bünyesinde sürdürülen bu çalışmaların yanı sıra, tarım ürünleri piyasasında istikrar sağlanması amacıyla da vadeli işlem piyasalarının kullanılması fikri, 1989 yılında İzmir Ticaret Borsası tarafından gündeme getirilmiştir. Çeşitli mal borsaları yanında, ülkemizde para piyasalarında yıllardır uygulanan forward işlemler, 1990 yılından itibaren peşin tahsil edilmeye başlanan stopaj ve kambiyo vergileri nedeniyle son bulmuştur.¹⁵

1994 Kirizi sonrasında Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) tarafından açılan “Döviz Forward Piyasası” ise, daha çok kambiyo piyasasında kontrolün yeniden sağlanabilmesi amacıyla kullanılmıştır. 3 Mayıs 1994 tarihinde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) bünyesinde “Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü” kurulmuş, 15 Ağustos 1997 tarihinde de İstanbul Altın Borsası bünyesinde, Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası faaliyete geçmiştir.¹⁶

Şubat 2001 Krizi sonrasında, “Dalgalı Kur Rejimi”ne geçilmesiyle birlikte vadeli işlem piyasalarına işlerlik kazandırılması çabaları hızlandırılmış; Merkez Bankası Döviz ve Efektif Piyasaları Müdürlüğü bünyesinde, piyasa üyesi bankaların işlem yaptığı forward piyasaya ek olarak, İMKB bünyesinde döviz üzerine yazılan futures işlemlerin gerçekleştirilebileceği bir vadeli işlem piyasasının hayata geçirilmesi için çalışmalar başlatılmıştır. 15 Ağustos 2001 tarihi itibarıyla faaliyet

¹⁴ Erol, a.g.e., s. 41.

¹⁵ Dönmez, a.g.e., s. 29.

¹⁶ Ceyda Karan, **Türkiye’de Döviz Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri Takası ve Uygulaması**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2007, s. 78.

göstermeye başlayan bu piyasa, TL / ABD Doları kuru üzerine yazılmış futures kontratların işlem görmesi ve nakit uzlaşma esası üzerine şekillendirilmiştir.¹⁷

2003 yılı sonunda, yıl boyunca söz konusu olan istikrar düşüşü ve volatilité göz önüne alınarak teminatlar düşürülmüş ve TL / Euro vadeli işlem kontratları oluşturulmuştur. Bu süreçten önce, 2001 yılı Ekim ayında İzmir’de de “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Anonim Şirketi (VOB)” unvanlı borsanın kurulmasına ilişkin Bakanlar Kurulu Kararı alınmış ve yürütülen çalışmalar sonucunda VOB, 4 Temmuz 2002 tarihinde kurulmuş ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından, 5 Mart 2004 tarihinde VOB’a faaliyet izni verilmesine karar verilmiş, 4 Şubat 2005 tarihinde Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası İzmir’de faaliyete geçmiştir. Adı geçen borsada; YTL / Dolar döviz kuru, YTL / Euro döviz kuru, ege standart 1 baz kalite pamuk, Anadolu kırmızı sert buğday, 91 ve 365 gün vadeli hazine bonusu faizi, altın, IMKB 100 ve IMKB 30 endeks vadeli işlem kontratları işlem görmektedir.¹⁸

1.1.3. VADELİ İŞLEM PİYASALARININ NİTELİKLERİ

Vadeli işlem piyasalarının belirleyici temel nitelikleri, aşağıdaki alt başlıklar doğrultusunda değerlendirilecektir.

1) Organize Borsa

Vadeli işlemler, forward işlemlerinden farklı olarak organize borsalarda gerçekleştirilmektedir. Bu borsalarda, üye şirketler ya da üyelik hakkı almış bireyler alım – satım yapabilmekte, üyelik hakkı satılabilmekte veya kiralanabilmektedir.¹⁹ Üyeler aynı zamanda; denetim, halkla ilişkiler ve idari konularda ilgili komitelerde görev alabilmektedirler. İşlem hacmini büyütme isteyen bazı borsalar ise, üye olmayanlara da kontrat hakkı verebilmekte ve bunun için özel lisanslar oluşturabilmektedir.

¹⁷ Karşlı, a.g.e., s. 29.

¹⁸ “Türev Araçlar”. **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**. İstanbul: Sermaye Piyasası Yayınları. 2006, s. 45.

¹⁹ Dönmez, a.g.e., s. 29.

Takas üyeleri, borsada gerçekleştirdikleri tüm işlemlerin takasını gerçekleştirebilmekte ve kendi nam ve hesaplarına, müşteri nam ve hesabına, kendi namına ve müşteri hesabına işlemlere aracılık yapabilmektedirler. Bu temelde takas üyeleri, borsada tanımlandıkları statülerine göre üç grupta değerlendirilebilmektedir;²⁰

- Sadece kendisi adına ve müşterileri adına işlemlerin takasını yapan doğrudan takas üyeleri;
- Borsada alım – satıma aracılık etmeyip, sadece başka kurumların yapmış oldukları alım – satım işlemlerinin takasını gerçekleştiren bağımsız takas üyeleri ve
- Hem borsada kendi ve müşterileri için işlem yapan ve aynı zamanda diğer aracı üyelerin de yapmış olduğu işlemlerin takasını gerçekleştiren genel takas üyeleri.

Organize borsada, alım – satım işlemleri “pit” adı verilen salonlarda yapılmaktadır. Borsalarda, yüksek sesle pazarlık yöntemi çoğunlukla kullanılsa da, 1993 yılından bu yana bazı borsalar alıcı ile satıcıyı bilgisayarlı sistemle karşı karşıya getirmektedir.

2) Standart Sözleşmeler

Vadeli işlem piyasalarında; forward piyasalarda olduğu gibi alıcı ve satıcı kendi aralarında malın fiyatı, miktarı ve teslim tarihini belirlememekte, bunun yerine standart kontratlar kullanılmaktadır. Her kontratta; malın miktarı, tam tarifi ve teslim tarihi yer almakta ve teslim tarihini, her borsa kendi yapısına göre belirlemektedir. Örneğin; IMM'nin vadeli altın kontratları için belirlediği teslim ayları Mart, Haziran,

²⁰ Ertuğrul Akçaoğlu, **Finansal Ürünlerin Vergilendirilmesi**. Ankara:Turhan Kitabevi, 2002, s. 35.

Eylül ve Aralık iken; COMEX kontratlarında teslim ayları Ocak, Şubat, Mart, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık ayları olarak belirlenmiştir.²¹

Diğer bir standartta, fiyat artırımına yönelik standarttır. Örneğin; Mid America Commodity Exchange’de, ABD hazine bonosuna ait vadeli işlem kontratları için fiyat aralığı 12,5 ABD Doları’dır ve fiyat hareketleri, 12,5 ve 12,5 ABD Doları’nın katları şeklinde gerçekleşmektedir.²²

3) Takas Merkezi

Vadeli işlem piyasalarının en önemli kurumlarından biri olan Takas Merkezi’nin görevi; tüm vadeli işlemleri karşılaştırmak, işlemlerin finansal olarak doğruluğunu tespit etmek ve teslimat için gerekli koşulları sağlamak olarak belirlenmiştir. Takas Merkezi; alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı pozisyonundadır. Alıcı, açık olan pozisyonunu aynı nitelikte kontrat satarak, vade bitiş tarihinden önce kapatabilmektedir. Vade gününe kadar taşınarak fiziki teslimatın gerçekleştirildiği kontrat sayısı, tüm kontratların % 2 ya da % 3’ü kadar olmaktadır.²³

Takas Merkezi’nin örgütlenmesinde iki yaklaşım bulunmaktadır;²⁴

- a) Takas Merkezi, ilgili borsanın bir bölümüdür. Tüm borsa üyeleri, aynı zamanda Takas Merkezi’nin üyesidirler. ABD’de yaygın olan bu uygulamada, Takas Merkezi’nin finansal gücü, üyelerinin toplam finansal gücü ile sınırlıdır.

²¹ Vadeli İşlemler Piyasaları (Türev Piyasalar) – IMKB Eğitim Seti, IMKB Yayınları, İstanbul, 2010, s. 9.

²² Kürşat Aydoğan, “Spot ve Vadeli İşlem Piyasaları İlişkisi Üzerine Bir Not”, İstanbul: **IMKB Dergisi**, Sayı: 2007, s. 36.

²³ Aydoğan, a..g.e., s. 37.

²⁴ E. Savaş Başçı, “Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swap’ın İşleyişi ve Finansal Piyasalardaki Kullanımı”, Ankara: **Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi**, Yıl: 2003, No: 12, s. 18 – 33.

- b) Takas Merkezi, borsadan ayrı olarak da örgütlenebilmektedir. Borsa üyeleri, aynı zamanda Takas Merkezi üyesi değildirler. Büyük şirketler, finansal kurumlar ve borsa üyelerinden bazıları, Takas Merkezi'ne üye olabilmektedirler. İngiltere'deki London Clearing House bu tip örgütlenmeye örnek olarak gösterilebilir.

4) Teminatlar (Marj)

Vadeli işlem piyasalarının güvenliğini sağlayan unsurlardan birisi de, teminat uygulamasıdır. Vadeli işlem kontratı alan kişi kendi aracı kurumuna, aracı kurum da Takas Merkezi'ne kontrat başına teminat yatırmak zorundadır. Yatırılan ilk teminata, “başlangıç teminatı” adı verilmektedir. Ayrıca “sürdürme teminatı” olarak adlandırılan ikinci bir teminat daha bulunmaktadır.²⁵

Yatırımcının hesabındaki öz sermaye fiyat düşüşleri nedeniyle fiyat değişimine eşit miktarda azalmakta; fiyat yükselişleri nedeniyle de değişim miktarı kadar artmaktadır. Bu duruma “günlük ayarlama” denilmektedir.²⁶ Fiyat düşüşleri sonucu yatırımcının öz sermayesi sürdürme teminatının altına inerse, Takas Merkezi yatırımcıya ek teminat çağrısında bulunarak öz sermayenin başlangıç teminatı düzeyine yükseltilmesini istemektedir.

Teminat miktarı, kontrat değerinin % 2 ile 10'u arasında değişmektedir. “Sürdürme teminatı”, genellikle başlangıç teminatının % 75'i kadardır ve teminat; bankaya yatırılmış nakit para, banka teminat mektubu ya da kısa vadeli hazine bonosu cinsinden olabilmektedir. Ayrıca teminat oranının, kontrat değerine göre oldukça düşük olması sayesinde, az miktarda bir yatırımla çok daha büyük bir miktarda değere sahip vadeli işlem kontratına sahip olunabilmektedir. Kontrat bedelinin % 2 ile % 10'u değerinde bir teminatla, ürün getirisinin % 100'üne sahip

²⁵ Remzi Örtten & İpek Örtten, **Türev Finansal Araçlar ve Muhasebe Uygulamaları**, Ankara: Gazi Kitabevi, 2007, s. 67.

²⁶ Başçı, a.g.e., s. 24.

olunabilmektedir. Bu yüksek kaldıraç oranı, vadeli işlem piyasalarına olan ilgiyi artırmaktadır.²⁷

5) Devir Hakkı ve Teslimat

Vadeli işlem piyasalarında kontratlar, üçüncü kişilere devredilebilmektedir. Vadeli işlem kontratı satın alan yatırımcı, gerektiğinde aynı nitelikte kontratı üçüncü bir kişiye satarak ters işlem yapmakta ve pozisyonunu kapatabilmektedir.²⁸ Böylece kontrat satın alırken üstlendiği yükümlülüğü, kontratı yeni satın alana devretmiş olmaktadır.

Devretme nedeniyle ürünün teslimatının gerçekleştirilmediği durumlar, vadeli işlem piyasalarında çoğunluğu oluştursa da, vade bitiminde tarafların teslimatı gerçekleştirdiği durumlar da mevcuttur. İşlem hacimlerini artırmak ve yatırımcıları kendilerine çekmek isteyen borsalar, bu gibi durumlar da teslimat kolaylıkları sağlamaktadırlar. Spot piyasası derin olmayan ürünler için, kontratlarda belirtilen kalite ve özelliklerden farklı şekildeki teslimatlara farklı fiyat uygulamak şartıyla izin verilmektedir.²⁹ Farklı özellik ve kalitedeki ürünün teslimatı durumunda fiyat ayarlamasının ne şekilde yapılacağı, kontrattaki şartlardan yapılan sapmaya bağlı olarak belirlenmektedir. Bazı ürün ya da finansal enstrümanlara ait vadeli kontratlar için, vade sonunda normal teslimat yerine nakit olarak ödeme yapılmasına izin verilmiştir.

²⁷ Arzu Gök – Kılıç, **Döviz Dayalı Türev Araçlar ve Kamu Borç Yönetimi Kapsamında Kullanılabilirliği**, Ankara: Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü Hazine Müsteşarlığı Uzmanlık Tezi. 2002, s. 36.

²⁸ Gök – Kılıç, a.g.e., s. 39.

²⁹ Vadeli İşlemler Piyasaları 2010, s. 11.

1.1.4. VADELİ İŞLEM PİYASALARININ GEREKLİLİĞİ

Vadeli işlem piyasalarının, sağladığı faydalar bağlamında gereklilikleri aşağıdaki çerçevede ele alınabilmektedir;³⁰

- Vadeli işlem piyasaları; kontrata konu olan spot piyasalarda, gelecekte ortaya çıkabilecek olumsuz fiyat değişimlerine karşı korunma imkânı sağlar.
- Vadeli işlem piyasaları; finansal piyasalarda fiyat oluşum mekanizmasının daha etkin çalışmasını sağlar.
- Vadeli işlem piyasaları; spot piyasaların daha likit olmasını sağlar.
- Vadeli işlem piyasaları; piyasa bilgisi olan, ancak sermayesi az olduğu için yeterince pozisyon alamayan ya da kredili alım satım yapmak zorunda kalan yatırımcılara, az tutarlı paralarla büyük pozisyonlar alma ve yüksek kazanç elde etme imkânı sağlar.
- Vadeli işlem piyasaları; portföy yöneticilerine, portföy çeşitlendirmesi ve dolayısıyla da riskin yayılması açısından değişik seçenekler sunar.

1.1.5. VADELİ İŞLEM PİYASALARININ YAPISI VE İŞLEYİŞİ

Vadeli işlem piyasaları, yoğun bir haberleşme ağı üzerine kurulu bir yapı arz etmektedir. İşlemler, aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılmaktadır. İşlem yapmak isteyen müşteriler, aracı kurumu arayarak yazılı ya da sözlü olarak emir vermektedir. Aracı kurum eğer borsa üyesi ise, “floor (seans odası)” da kendi elemanını buldurmakta ve müşteri emrini, fax ya da teletype ile temsilcisine iletmektedir. Müşteri emirlerini toplayan kurum temsilcisi, seans başladığından seans odasına girmekte ve hangi fiyattan ne kadar kontrat satın almak istediğini bağırarak ya da

³⁰ Vadeli İşlemler Piyasaları 2010, s. 11.

üzerinde uzlaşılan “el hareketleri (open outcry)” ile belirtmektedir.³¹ Verilen fiyattan kontratı kabul eden karşı taraf da, aynı yöntemle cevap vermekte ve işaretlerle anlaşma sağlandıktan sonra, öngörülen fiyat ve miktar özel bir kâğıda yazılarak, üzerine anlaşmada bulunulan firmaların sembolleri eklenerek yürüyen bir merdivene atılmaktadır.

Tüm bu kâğıtlar, seans odası merkezinde toplanarak bilgisayara kaydedilmekte ve yapılan tüm işlemler, seans boyunca futures borsası tarafından görevlendirilen özel görevliler tarafından kurallara uygun yürütülüp yürütülmedikleri noktasında denetlenmektedir. Üzerinde anlaşmazlık çıkan bir alım – satım işlemi, taraflar arasındaki anlaşmazlık giderilinceye dek borsa kayıtlarında yer almamaktadır. Bu duruma da, “out – trade” adı verilmektedir.³² Onaylanan tüm işlemler ise, en kısa zamanda takas odasına iletilmekte ve takas odası kayıtlarına dâhil edilmektedir.

Vadeli işlem piyasaları, yapısı gereği üç önemli fonksiyonun yerine getirilmesini sağlamaktadırlar;³³

- Vadeli işlem kontratlarının, borsa üyeleri tarafından alınıp satılması adına bir mekân sağlarlar.
- Borsa yönetiminde, vadeli işlemlere uygun etik ve finansal standartlar uygulanmasını sağlarlar.
- Borsa üyelerinin çıkarlarının gözetilmesini sağlarlar.

³¹ Akçaoğlu, a.g.e., s. 56.

³² Nermin Özgülbaş, “Finansal Sistemin Yapısı ve İşleyişi”, Ankara: **Başkent Üniversitesi Eğitim Bilimleri Fakültesi Dergisi**, Sayı: 2, 2007, s. 5 – 13.

³³ **Türev Araçlar, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi, Türev Araçlarla Arbitraj ve Korunma, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Lisans Eğitimi Ders Notları**, İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) Yayınları, 2007, s. 12.

Vadeli işlem piyasalarında çerçevesinde ve bir future borsasında işlem yapabilmek adına, borsada “üyelik hakkı kazanmak (koltuk sahibi olmak)” gerekmektedir. Borsa üyeliği açık artırma ile satışa sunulmakta ve her borsa, kendi üyelik satın alma bedelini kendisi belirlemektedir. Koltuk satın alan üyeler, seansa aktif bir şekilde katılabilmekte ve aracı kuruluşa ya da broker’ına komisyon ödmeden işlem yapabilmektedirler. Koltuk sahipliği ömür boyu devam ettirilebilmekte ya da miras olarak devredilebilmektedir.

Önceki anlatımlarda da yer verildiği üzere; işlemler organize borsalarda yapılmakta, standart kontratlar kullanılmakta, fiyatlar piyasadaki arz ve talebe göre belirlenmekte, kontratlar vadeye kadar el değiştirebilmekte ve her borsada Takas Merkezi, yükümlülüklerin yerine getirilmesini sağlamaktadır.

1.1.6. VADELİ İŞLEM PİYASALARININ KATILIMCILARI

Vadeli işlem piyasalarının katılımcıları, üç grup bağlamında incelenebilmektedir;³⁴

a) Riskten Korunmak İsteyenler:

Futures işlemleri ile iki türlü “hedging (gelecekteki faiz, fiyat ve/veya döviz kuru dalgalanmalarından kaynaklanabilecek kayıplara dayalı riskin, kârı en az etkileyecek şekilde azaltılmasını sağlayacak korunma yöntemleri)” yapmak söz konusu olabilmektedir. Bu yöntemler şu şekilde ifade edilebilir;

- **Birincisi;** kurum ya da kişilerin işlem riskinden korunmak istemesi;
- **İkincisi ise;** ithalatçı ve ihracatçıların kur riskinden korunmak istemeleri.

³⁴ **Türev Araçlar Lisanslama Rehberi**, İstanbul: VOM Yayınları, 2011, s. 46.

Bu yatırımcılar, spot piyasalarda fiyatların yükselmesinden korunmak adına vadeli işlem kontratına “alıcı (uzun taraf)”, düşmesinden korunmak adına da “satıcı (kısa taraf)” olarak girmektedirler.

a) Spekülatörler:

Spekülatörler, vadeli işlem piyasalarında, piyasanın ihtiyacı olan likiditeyi sağlayarak, mali araçların ticaretini kolaylaştırmakta ve piyasada ortaya çıkması muhtemel fiyat değişimlerinin yönünü doğru tahmin ederek, kazanç elde etmeyi amaçlamaktadırlar. Bu sayede de piyasada işlem hacminin artması mümkün olabilmektedir.

b) Arbitrajcular:

Piyasalar arasındaki fiyat dengesizliklerinden faydalanarak, riskiz kâr etmeyi amaçlayan yatırımcılardır. Bu bağlamda bir ürün, coğrafi etmenler dolayısıyla farklı yerlerde farklı fiyatlardan işlem görmekteyse; arbitrajcı bu ürünü ucuz olan yerden almakta ve pahalı olan yerde satmakta, bu şekilde de risksiz kâr elde edebilmektedir.

1.1.7. VADELİ İŞLEM PİYASALARINDA KULLANILAN TEMEL STRATEJİLER

Vadeli işlem piyasalarında söz konusu edilen temel stratejiler, aşağıda verilen vadeli işlem pozisyonları bağlamında değerlendirilebilmektedir;³⁵

1) Vadeli İşlem Açık Pozisyonu

Vadeli işlem kontratı alan kişiye, “uzun pozisyon sahibi” ya da “uzun taraf”; satan kişiye ise, “kısa pozisyon sahibi” ya da “kısa taraf” adı verilmektedir. Uzun

³⁵ Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası SPK Konferansı Bildirileri, Bolu: VOB Yayınları, 2003, s. 16.

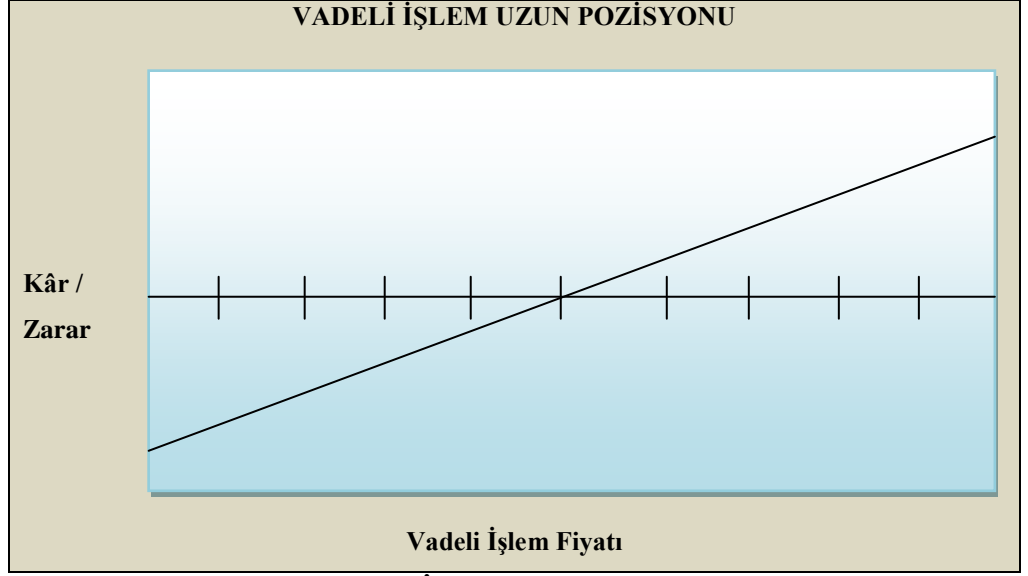
pozisyonda bulunan kişi, “açığa alış işlemi”; kısa pozisyonda bulunan kişi ise, “açığa satış işlemi” yapmış sayılmaktadır.

Bu bağlamda “vadeli işlemler açık pozisyon” kavramı, vadeli işlem kontratlarında uzun ya da kısa pozisyon tutmayı ifade etmektedir. Seans içi pozisyon kapatma ve yeni pozisyon oluşturma işlemleri netleştirildikten sonra, vadeli işlem kontratları, hala devam eden yatırımcıların tuttukları açık pozisyon sayısı ise, vadeli işlem piyasasının açık pozisyon durumunu göstermektedir.

2) **Vadeli İşlem Uzun Pozisyonu**

Vadeli işlemler piyasasında uzun pozisyona sahip olan yatırımcının risk profili, hisse senedi piyasasında pozisyon alan yatırımcının risk profili ile benzerlik göstermektedir. Vadeli işlem kontratı satın alarak uzun pozisyon alan taraf, kontratın vadesi geldiğinde kontrata konu teşkil eden varlığı, kontratta belirtilen fiyattan ve miktarda satın almak ya da nakdi uzlaşmayı sağlamakla yükümlüdür. Uzun pozisyona sahip olan taraf, fiyatların yükselmesi durumunda vadeli işlem kontratı üzerinden kâr; fiyatların düşmesi durumunda ise, vadeli işlem kontratından zarar etmektedir.

Vadeli işlem uzun pozisyonunda, vadeli işlem fiyatı ile kâr / zarar arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla oluşturulan Şekil aşağıda verilmektedir.



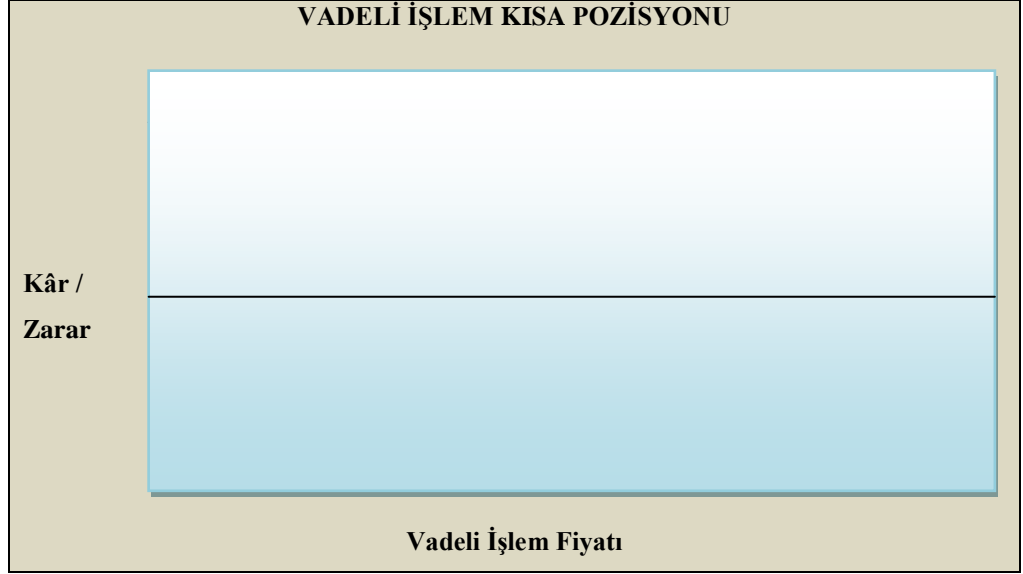
Şekil 1.1. Vadeli İşlem Uzun Pozisyonu

3) Vadeli İşlem Kısa Pozisyonu

Vadeli işlem kısa pozisyonundaki bir yatırımcının risk profili, hisse senetleri piyasasında açığa satış işlemi yapmış yatırımcının risk profili ile benzerlik göstermektedir. Yani bu doğrultuda, fiyatların yükselmesi durumunda vadeli işlem kontratından zarar, düşmesi durumunda ise kâr elde edilmektedir.

Bir başka ifadeyle, vadeli işlemler piyasasında kontrat satın alan bir yatırımcı, pozisyon aldığı vadeli işlem kontratının piyasa fiyatı arttıkça kâr elde ederken, piyasa fiyatı azaldıkça zarar etmektedir. Vadeli işlem kontratı satan yatırımcı ise, kontratın piyasa fiyatı arttığı zaman zarar, azaldığında ise kâr etmektedir.

Vadeli işlem kısa pozisyonunda, vadeli işlem fiyatı ile kâr / zarar arasındaki ilişkiyi belirlemek amacıyla oluşturulan şekil aşağıda verilmektedir.



Şekil 1.1. Vadeli İşlem Kısa Pozisyonu

4) Vadeli İşlem Yayılma Pozisyonu

Aynı dayanak varlık söz konusu olduğunda, farklı vadelerden birinde uzun diğerinde kısa pozisyon alındığında, “yayılma pozisyonu” oluşmaktadır. Bu doğrultuda, aynı anda yakın vadeli işlem kontratının satılması ve daha uzak vadeli işlem kontratının satın alınması ya da aynı anda yakın vadeli işlem kontratının satın alınarak, daha uzak vadeli işlem kontratının satılmasına, “yayılma pozisyonu” adı verilmektedir. İki kontrat fiyatındaki farklı fiyat gelişimleri sonucu, yatırımcı kâr / zarar etmektedir.

1.2. VADELİ İŞLEM PİYASALARINDA İŞLEM GÖREN KONTRATLAR

SPK'nın, Aracı Kuruluşların Türev Araçlarının Alım Satımına Aracılık Faaliyetlerinde Düzenleyecekleri Belgeler ve Kayıt Düzeni Hakkında Seri: V ve 51 No'lu Tebliği doğrultusunda; “Vadeli işlem kontratları; belirli bir vadede, önceden belirlenmiş fiyatlar üzerinden standart miktar ve nitelikteki sermaye piyasası aracını, ticari malı, kıymetli madeni, dövizini ya da endeksi alma veya satma hak ve yükümlülüğü veren ve kontratın yapılması esnasında söz konusu varlıkların taraflar arasında değişimine neden olmayan; vade sonunda da kontrata konu varlıkların taraflar arasında söz konusu olan değişimini – fiziki teslimatın zorunlu olduğu

durumlar hariç – zorlamayan kontratlardan, vadeli işlem borsalarında ya da organize olmuş diğer piyasalarda işlem gören kontratlardır”³⁶ şeklinde tanımlanmaktadır.

“Vadeli işlem kontratı”; kontratın taraflarını, bugünden, belirlenen ileri bir tarihte, üzerinde anlaşılan fiyattan, standartlaşmış miktar ve kalitedeki bir malı ya da kıymeti alma veya satma yükümlülüğüne sokan kontratlar olarak da tanımlanabilmektedir. Vadeli işlem kontratlarının özünde, ileri bir tarihte gerçekleşecek olan alım – satım işlemi fiyatının, bugünden belirlenerek anlaşmaya bağlanması yer almaktadır.³⁷ Vadeli işlem kontratlarının dayandığı ya da yazıldığı varlık, fiziksel bir mal olabileceği gibi, finansal bir ürün ya da gösterge de olabilmektedir.

Vadeli işlem kontratları, organize borsalarda işlem gören standart kontratlardır ve kontrat büyüklükleri ve vadeler standart olmakla birlikte, tüm katılımcılar kontrat tiplerinden haberdardırlar. Organize piyasalar; hukuki ve operasyonel altyapısı olan ve işlemlerin, belli bir mekânda birçok işlem katılımcısıyla çoklu fiyat sistemi kullanılarak gerçekleştirildiği piyasalardır. Vadeli işlem pazarlarının kendisine özgü bir çalışma biçimi ve kurumsal bir yapısı vardır.

Çalışmanın bu aşamasında, vadeli işlem piyasalarında işlem gören vadeli işlem kontratları ya da türev araçları olarak nitelendirilen “Forward Kontratları”, “Futures Kontratları”, “Opsiyon Kontratları” ve “Swap Kontratları” üzerinde değerlendirmelerde bulunulacaktır.

1.2.1. FORWARD KONTRATLARI

“Forward kontratları”; taraflardan birinin, gelecekte belirli bir tarihte ve belirli bir fiyattan bir malı satın almak, diğeri ise satmak üzere anlaştıkları ve mutlaka malın fiziken teslimini gerektiren bir kontrat olarak tanımlanmaktadır. Bir başka ifade ile

³⁶ **Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. Takas Üyeliği Eğitim Ders Notları**, TAKASBANK IMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. Yayınları, İstanbul, 2011, s. 8 – 11.

³⁷ Franklin R. Edwards & Cindy W. Ma, **Futures & Options**, New York: Mc Graw Hill International Series in Finance, 1992, pp. 15.

de “forward kontratları”;³⁸ belirli bir miktar ve kalitedeki para, döviz, altın, mali araç, mal ve diğer türev ürünlerin önceden belirlenen bir fiyatla, gelecekteki bir tarihte, borsa şeklinde organize olmayan bir piyasada alım ve satımını kapsamına alan teslim amaçlı bir vadeli işlemdir.

Vadeli işlem piyasalarında forward kontratları kullanılmasının temel amacı; alım – satım işlemine konu olan değişik kıymetlerin, gelecekteki beklenmedik fiyat değişimlerinden kaynaklanan riski en aza indirmektir. Gelecekle ilgili tahminler doğrultusunda yapılan bu kontratın sonunda taraflardan biri kazançlı çıkarken, diğeri zarar edecektir.

Forward kontratlar, vadeli işlemlerin en basit biçimi olarak tanımlanabilmektedir. Bir forward anlaşma; belli bir varlığı, belli bir tarihte, belli bir fiyattan alma – satma yükümlülüğü getirmektedir. Forward piyasasında mal ya da finansal varlık alma ve teslim anlaşması, arada üçüncü bir taraf olmaksızın, alıcı ve satıcı arasında belirlenen miktarlar üzerinden yapılmaktadır. Örneğin; yurt dışında verdiği bir sipariş için 3 ay sonra 1.000.000 ABD Doları’na ihtiyaç duyacak olan bir firmanın, ABD Doları’nın aşırı yükselmesinden korumak için, bugünden ABD Doları’nın fiyatını sabitlemek adına, 1.000.000 ABD Doları’nı 3 ay sonra 1.700 YTL/ABD Doları üzerinden satın almak üzere yaptığı anlaşma, bir forward kontratıdır.³⁹

³⁸ Mehmet Kaygusuzoğlu, “Finansal Türev Ürünlerinden Forward Sözleşmeleri ve Muhasebe İşlemleri”, Erzurum: **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 25, Sayı: 2, 2006, s. 140.

³⁹ Gök – Kılıç, a.g.e., s. 23 – 24.

Bu belirlemeler çerçevesinde, forward kontratların özellikleri şu şekilde ifade edilebilir;⁴⁰

- Kontratın taraflarından biri; vade tarihinde kontrat şartlarına göre teslim almakla, diğer taraf da aynı kontrat şartlarına göre teslimi ifa etmekle yükümlüdür.
- Alıcı ile satıcı arasında doğrudan yapılan forward kontratında; ürünün muhteviyatı (emtia, döviz, altın vs.), teslim tarihi, vade fiyatı, teslim miktarı, fiyat bilgileri ve benzeri bilgiler bulunmaktadır.
- Devri ve takası mümkün olmayan forward kontratlarını iptali, ancak tarafların karşılıklı anlaşmaları ile mümkün bulunmaktadır.
- Forward kontratların vade sınırı bulunmamaktadır; bu çerçevede vade, bir gün olabileceği gibi, birkaç yıla da uzayabilmektedir.
- Kontrata konu ürünün, kontrat şartlarına göre teslim edilmesiyle, kontrat kendiliğinden sona ermektedir.
- Forward kontratları, örgütsüz piyasa işlemlerini ifade etmektedir. İşlemler, dünya çapında tezgâh üstü olarak ve günün her saatinde yapılabilmektedir.
- Forward kontratları ile ilgili işlemleri yürütmekle görevli bir takas odası bulunmamaktadır.
- Kontratın vadesi sona erene kadar, herhangi bir ödeme söz konusu olmamaktadır.

⁴⁰ İbrahim Karadağ, “Vadeli İşlem Piyasalarında Türev Ürünlerinden Biri: Forward İşlemlerin Hukuki Yapısı, Vergisel Boyutu ve Muhasebe İşleyişi”, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı: 60, 2007, s. 108 – 109.

- Fiyatlarda günlük limitler bulunmamakta ve fiyatlar, iki taraf arasında kararlaştırılmakta ve halka açıklanmamaktadır.
- Forward kontratları ile ilgili işlemlerde, günlük hesaplaşma yapılmamaktadır.

1.2.2. FUTURES KONTRATLARI

“Futures kontratlar”; belirli nitelikte ve belirli miktardaki finansal varlığın, kontrat tarihinde belirlenmiş bir fiyattan, gelecekte belirli tarihte teslimini (alım – satım) hükme bağlayan bir kontrattır. Futures kontratların kullanıldığı vadeli işlemlerde temel amaç, fiyat dalgalanmalarının getirdiği belirsizliği ortadan kaldırmak ve belli bir vade için ilgili finansal varlığın fiyatını sabitlemek olarak belirlenmiştir.⁴¹ Bu anlamda belirsizliğin ortadan kaldırılması, gelecekteki fiyatların bugünden belirlenmesi ve kârlılık hesaplarının daha güvenli ve sağlıklı bir biçimde yapılmasına olanak vermektedir.

Futures kontratları, fiyat hariç diğer unsurlar itibariyle standarttır ve fiyat, borsada taraflar arasında belirlenmektedir. Vadeli işlem kontratlarında fiyat; bugünkü şartlar içerisinde, gelecekte ilgili beklentilere göre arz ve talebin bir araya gelmesiyle anlık oluşan fiyattır. Vadeli fiyatlar, nakit fiyatlar üzerine taşıma maliyetlerin eklenmesi sonucu hesaplandığından, normal şartlarda nakit fiyatın bir miktar üzerindedir.

Futures kontratların özellikleri şu şekilde sıralanabilmektedir,⁴²

- Futures kontratlar, standart büyüklüklerde düzenlenmekte ve standart kontratlar olarak alınıp satılmaktadır. Alım – satım miktarı; 100 kontrat, 500 kontrat şeklinde ifade edilmektedir.

⁴¹ Muhittin Zügül & Muazzez Gezer, “Menkul Kıymetler Borsası İle Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının Karşılaştırılması”, Celalabat: **Kırgızistan İktisat ve Girişimcilik Üniversitesi Türk Sosyal Bilimler Enstitüsü Akademik Bakış Dergisi**, Sayı: 11, 2007, s. 12.

⁴² Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, İstanbul: Avcıol Yayınevi, İstanbul, 2010, s. 725.

- Futures kontratlar, vadeleri de standart olarak kontratlardır.
- Futures kontratlar, organize borsalarda işlem görmektedirler.
- Futures kontratlar, borsa komisyoncuları aracılığı ile işlem gördüğünden, alıcı ve satıcılar genellikle birbirlerini tanımamaktadırlar.
- Futures kontratlar ile ilgili ödeme ve teslimler, bu konuda özel oluşturulmuş takas odalarında yapılmakta ve böylece futures işlemler garanti altına alınmaktadır.
- Vadeli işlem borsalarında alım – satım yapmak isteyen her yatırımcının, bir vadeli işlem kontratı alıp satabilmesi için, borsanın belirlediği asgari teminatı yatırması gereklidir.
- Borsa tarafından ilan edilen teminatlar, kontrat sayısı bazındadır ve teminat tutarı, kontrat tutarının belirli bir yüzdesi olarak belirlenmektedir.
- Vadeli işlem kontratlarının vadeleri borsa tarafından belirlenmekte ve taraflar, bu vadeler üzerinden işlem yapabilmektedirler.
- Bir futures kontratın sona erdirilmesi, iki şekilde gerçekleştirilebilmektedir
- Vade sonunda kontratın gerekleri fiziksel teslim olarak yerine getirilmelidir.
- Futures kontratlar, çoğu kez ters bir işlemle kapatılır. Satın alınan ve satılan futures kontratın takası yapılarak pozisyon kapatılır. Alış ve satış fiyatları arasındaki fark, futures işlemin kâr ya da zararını oluşturur. Zarar, borsaya yatırılan teminattan karşılanır; kar ise, müşterinin hesabına alacak kaydedilir ve müşteri tarafından istenildiğinde ödenir.
- Bir türevsel menkul değer olan futures kontratlar, vadelerinden önce alınıp satılabilmektedir.

1.2.3. OPSİYON KONTRATLARI

Opsiyon kontratları; belli bir vadeye kadar (ya da belirli bir vadede), opsiyona dayanak varlık oluşturan belli miktardaki bir varlığı, finansal ürünü, sermaye piyasası aracını ya da ekonomik göstereyi, gelecekte belirli bir tarihte veya bu tarihten önce satma ya da satın alma hakkıdır. Opsiyon kontratları,⁴³ tarım ürünleri, kıymetli madenler ya da enerji üretiminde kullanılan ürünler gibi emtia üzerine düzenlenebileceği gibi döviz, faiz oranları, hisse senedi endeksleri ya da futures kontratları gibi finansal değerler üzerine de düzenlenebilmektedir.

Bu bağlamda opsiyon kontratı; belli bir prim karşılığında opsiyonu satın alan kişiye veren, ancak zorunlu tutmayan, fakat opsiyon satıcısını satın alan tarafından talep edilmesi halinde satmaya zorunlu tutan kontrat olarak değerlendirilmektedir. Opsiyon kontratları, yatırımcılara sınırlı bir risk alarak kâr elde etme imkânı sunmaktadır. Opsiyon kontratları, organize ve tezgâh üstü piyasalarda işlem görebilmektedir. İlk opsiyon kontratı, dövizlerle ilgili olarak 1982 yılında Kanada Doları için Montreal Borsası'nda yapılmıştır.⁴⁴

Ülkemizde bankalar opsiyon işlemlerinden yararlanabilmekte ve mevduata opsiyon uygulayabilmektedirler. Bu işlemler de, aşağıdaki şekilde uygulanabilmektedir;⁴⁵

Mevduatta üzerine opsiyon uygulanan tutar: 250,000 ABD Doları

Vade: 31 gün

Yatırım ABD Doları geri dönüş YTL (ABD Doları call YTL put şeklinde ifade edilmektedir). Müşteri, 250,000 ABD Doları'nı 31 gün sonra 1,42'den YTL'ye dönme hakkını 0,75 primden bankaya satmaktadır.

⁴³ Akgüç, a.g.e., s. 726 – 728.

⁴⁴ Akçaoğlu, a.g.e., s. 28.

⁴⁵ Edwards & Ma, a.g.e., s. 17.

$$0,75 / 31 \text{ gün} * 365 = \% 8,83$$

Bu faiz oranının stopajı % 10'dur (Net: % 7,95).

Mevduatın faizi % 5 stopajı % 15'tir (Net % 4,25).

Müşteri opsiyon kontratının kabul etmesi durumunda, ertesi gün ABD Doları 1,875 brüt ($250.000 * 0,75/100$) ve 1,6875 YTL net opsiyon primini hesabında görmektedir.

Opsiyon kontratlarının özellikleri, forward ve futures kontratlarının özellikleri ile karşılaştırmalı olarak aşağıdaki maddeler bağlamında değerlendirilebilmektedir;⁴⁶

- Opsiyon kontratlarının en önemli özelliği ve farklılığı; kontratın, alıcı tarafının kontrat konusu varlığı alıp almamakta (satıp satmamakta) serbest olmasıdır. Diğer bir ifadeyle, alıcı tarafın tercih hakkı bulunmaktadır. Kontratta, satıcı tarafın ise tercih hakkı bulunmamaktadır. Kontratın satıcı tarafı, alıcının tercihi doğrultusunda kontrattan doğan edimini yerine getirmek zorundadır.

Bu çerçevede bakıldığında, kontrat alıcısı ve satıcısı arasında büyük bir eşitsizlik olduğu görülmektedir. Gerçekten de bu anlatımda, alıcının hiçbir riski yok gibi görünmektedir. Satıcı taraf ise, alıcının tercihine bağlıdır ve bütün risk satıcı üzerindedir. Ancak diğer türev araçlardan farklı olarak burada, satıcının üstlendiği bütün bu risk ve yükümlülüğün karşılığı olarak, alıcının satıcıya bir kontrat primi ödemesi söz konusudur. Bu kontrat primi, kontrata konu olan varlığın değeri değildir. Satıcının maruz kaldığı riskin karşılığıdır ve peşin olarak alıcı tarafından ödenir.

⁴⁶ Akçaoğlu, a.g.e., s. 31.

Alıcı taraf, kontrattan doğan edimin ifasını satıcıdan talep etse de etmese de prim alıcıya iade edilmez. Bu durumda alıcı tarafın maksimum zararı, ödediği prim kadar olacaktır. Kârının ise, teorik olarak üst sınırı yoktur. Satıcı tarafın ise maksimum kârı, aldığı prim kadardır. Tam tersi olarak da, satıcının teorik zararının bir alt sınırı yoktur.

- Opsiyon kontratları, hem borsa gibi organize piyasalarda hem de organize olmayan tezgâh üstü olarak tabir edilen birincil piyasalarda işlem görebilmektedirler. Bu haliyle opsiyon piyasaları, ilk durumda futures piyasalara, ikinci durumda ise forward piyasalara benzerlik göstermektedir ve futures piyasalarının özellikleri, genelde organize opsiyon piyasalarında da geçerlidir.

1.2.4. SWAP KONTRATLARI

Swap kontratları da; karşılıklı iki taraf arasında yapılan ve gelecekte belirli dönemlerdeki nakit akımlarının karşılıklı değişimini içeren kontratlardır. En yaygın swap kontratları, yabancı para üzerine ve faiz üzerine yapılan swap kontratlarıdır. Swap kontratları da, diğer türev ürünleri gibi, risk yönetimi ya da gelecekteki piyasa hareketlerini tahmin etmede kullanılmaktadır.⁴⁷ İki farklı ülkede merkezi bulunan çok uluslu şirketler, kambiyo sınırlamalarını aşmak ve vergi yükümlülüklerinden kurtulmak amacıyla ve karşılıklı faaliyetlerini finanse etmek için swap işlemlerini kullanmışlardır.

Genel olarak swap kontratı; belirli bir miktar ve nitelikteki para, döviz, altın, mali araç, alacak ve mal gibi varlıklarla yükümlülüklerin, önceden belirlenen fiyat ve koşullara göre, gelecekteki bir tarihte değiş – tokuşunu içeren vadeli bir kontrattır. Swap kontratlarının tarafları, tüm gerçek ve tüzel kişiler olabilmektedir.⁴⁸ Ancak uygulamada swap kontratı tarafları; genelde uluslar arası kurumlar, merkez

⁴⁷ Cemal Hakan Erkut, **Vadeli İşlemler Piyasası ve Türkiye’de Gelişim Süreci**, Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Bilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2008, s. 71 – 72.

⁴⁸ Ersan, a.g.e.,s . 166.

bankaları, çokuluslu şirketler, yerel yönetimler, uluslararası fonlar, ihracatçı – ithalatçı şirketler ve bankalar (doğrudan ya da aracı olarak) olabilmektedir.

Swap kontratların özellikleri, aşağıdaki gibi belirlenebilmektedir;⁴⁹

- Swap kontratlarının işlem gördüğü organize piyasalar bulunmamaktadır. Ancak swap piyasasındaki örgütlenme, borsa gibi olmasa da, bankaların organize ettiği piyasalar anlamında karşımıza çıkmaktadır.
- Swap kontratları, borsa gibi organize piyasalarda işlem görmedikleri için, kontratların belirli standartları bulunmamaktadır. Bu durum, kontrat taraflarına esneklik sağlarken, kontratın likiditesini düşürmektedir. Diğer yandan şartların taraflarca belirlenebilmesi, riski önleme açısından olumlu katkı yapmaktadır.
- Swap kontratları, borsalarda işlem görmedikleri için, tarafların kredi riski ortadan kalkmamaktadır. Çünkü borsalardaki gibi takas odası ve teminat uygulaması swap piyasalarında bulunmamaktadır.
- Swap kontratları adına ikincil piyasalar söz konusu olmadığı için, swap kontratı tarafları birbirlerini tanımaktadırlar. Bu nedenle swap kontratları nama yazılmaktadır ve kontrat şartları gizli kalmaktadır.
- Swap kontratları, çeşitli finansal piyasalar arasında bağ kurmaktadır. Örneğin; bir A şirketi Türk finansal piyasalarında uygun faiz oranı ve vadeyle kredi temin edebilmektedir. B şirketi ise, Amerikan finansal piyasalarında uygun faiz oranı ve vade ile kredi temin edebilmektedir. A şirketi Amerika’da, B şirketi de Türkiye’de tanınmadığı için, sırasıyla ABD Doları ve TL bazında uygun koşullarda kredi temin etmeleri çok zor olacaktır. Bu nedenle bu iki firma, kendi ülkelerinde benzer şartlarla borçlanmakta ve

⁴⁹ Umurcan Gago, “ABD’de Swap Sözleşmeleri’nin Vergilendirilmesi”, **Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Cilt: 3, Sayı: 5, 2009, s. 14 – 31.

fonlarını swap kontratı ile değiş – tokuş edebilmektedirler. Sonuçta her iki şirket de, uygun koşulla fon sağlamış olmaktadır. Bu durum, swap kontratının en temel özelliği olarak değerlendirilmektedir.

1.3. VADELİ İŞLEM PİYASALARINDA KONTRAT TÜRLERİ

Vadeli işlem piyasalarındaki kontratlar, finansal vadeli işlem kontratları ve emtia vadeli işlem kontratları olarak iki bölümde incelenebilmektedir. Finansal futures kontratları da, çalışmanın da ana konusunu teşkil eden dövize dayalı vadeli işlem kontratları ile faize dayalı vadeli işlem kontratları ve endekse dayalı vadeli işlem kontratları olarak üç gruba ayrılmaktadır.⁵⁰

Çalışmanın bu aşamasında da, bu yönde belirlemelerde / anlatımlarda bulunulacaktır.

1.3.1. FİNANSAL VADELİ İŞLEM KONTRATLARI

1972 yılı sonunda, sadece tarımsal ürünler üzerinde uygulanan vadeli işlemler, sabit kur sisteminin ortadan kaldırılmasıyla ve kur ve faiz riskinin gündeme gelmesiyle birlikte, finansal ürünler üzerinde de uygulanmaya başlanmıştır. Bu çerçevede de, futures kontratların dayandığı ya da yazıldığı varlık, fiziksel bir mal olabileceği gibi, finansal bir ürün ya da gösterge de olabilmektedir.⁵¹ İlk olarak da bu doğrultuda döviz ve daha sonra da faiz değeri taşıyan menkul değerler ve borsa üzerinden futures kontratlar düzenlenmeye başlanmıştır.

Finans vadeli işlem kontratları; paranın değerindeki, hisse senedi fiyatlarındaki ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar neticesinde ortaya çıkan ekonomik belirsizliklerin ortadan kaldırılabilmesi için geleceğe yönelik tahminler yapmayı ve sağlıklı kararlar almayı kolaylaştırmaktadır. Bu bağlamda da finansal vadeli işlem kontratları; nakit pozisyonlardaki potansiyel kayıpları azaltmak amacıyla, bir risk

⁵⁰ Erkut, a.g.e., s. 83.

⁵¹ Güngör Bener. “Finansal Türevlerin Muhasebeleştirilmesi”, Erzurum: **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 15, Sayı: 1 – 2, 2010, s. 189 – 215.

yönetim aracı olarak, aynı zamanda spekülörlere bir risk profili oluşturma ya da mevcut profillerini değiştirme olanağı sağlamakta ve bu çerçevede de güçlü enstrümanlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Çalışmanın bu aşamasında, finansal futures kontratları bağlamında “Döviz Dayalı Vadeli İşlem Kontratları”, “Faize Dayalı Vadeli İşlem Kontratları” ve “Endekse Dayalı İşlem Kontratları” alt başlıkları doğrultusunda anlatımlarda bulunulacaktır.

1.3.1.1. DÖVİZE DAYALI VADELİ İŞLEM KONTRATLARI

Döviz dayalı işlem kontratları, döviz piyasalarının seyrinden direkt olarak etkilenmektedir. Döviz piyasaları ise; yabancı paraların alınıp satıldığı ve böylece bir yabancı paranın değerinin, başka bir yabancı tarafından belirlendiği piyasaları ifade etmektedir. Dolayısıyla para ticareti, en önemli fonksiyonu uluslararası ticareti ve yatırımı kolaylaştırmak olan döviz piyasalarında yer almaktadır.

Piyasalar, alıcı ve satıcıların karşılaştıkları “birinci tip (birincil) piyasalar” ve belirli bir fiziki alanda kurulan ve alıcı ve satıcıların yüz yüze ilişkide bulunmadıkları “ikinci tip (ikincil) piyasalar” olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Döviz piyasaları, ikincil piyasalar grubunda değerlendirilmektedir.⁵² Bu piyasada, alıcı ve satıcılar arasında doğrudan bir ilişki bulunmamaktadır ve satıcılar döviz bir aracı kuruma satmakta, alıcılar da aracı kurumdan satın almaktadırlar.

Döviz vadeli işlem kontratları; kur değeri anlaşmasının yapıldığı tarihte belirlenen başka bir döviz karşılığında, belli bir dövizin belirlenmiş sabit bir miktarını ileri bir tarihte teslim etme yükümlülüğü getiren anlaşmaları ifade etmektedir. Örneğin; 12.500.000 Japon Yeni değerindeki futures anlaşması, 1 ABD Doları = 108,34 JP kuru üzerinden satın alınmıştır. Japon yeni, futures anlaşmasının vadesi geldiğinde anlaşmayı satın alan taraf 115.378 ABD Doları (12.500.000 /

⁵² Yalçın Karatepe, **Türev Piyasaları: Futures, Opsiyon, Swap**, Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, Yayın No: 587, 2007, s. 77.

108,34) karşılığında 12.500.000 Japon Yeni satın alma hakkı elde eder. Futures kontratının vadesi geldiğinde, spot piyasada kur ne olursa olsun futures anlaşmasının sahibi Japon Yenleri'ni 1 ABD Doları = 108,34 JP kurdan satın almak zorundadır.⁵³

Döviz vadeli işlem kontratında; alıcı borsa tarafından önceden belirlenmiş bulunan standart kontrat şartlarına uygun olarak, kontratta belirtilen miktarda bir döviz kontrat vadesinde alma yükümlülüğü altına girer.⁵⁴ Döviz vadeli işlem kontratında satıcı ise; borsa tarafından önceden belirlenmiş bulunan standart kontrat şartlarına uygun olarak kontratta belirtilen miktarda bir döviz, kontrat vadesinde satma yükümlülüğü altına girer.

Döviz dayalı vadeli işlem kontratlarında, uzun pozisyon alan (kontrat satın alan) yatırımcı kontrat fiyatı arttıkça kâr; kısa pozisyon alan (satın satan) taraf ise kontrat fiyatı azaldıkça kâr etmektedir. Kontratın yapıldığı tarihten itibaren, vade sonuna ya da pozisyonun kapatıldığı tarihe kadar, her gün taraflar arasında teminat oranları çerçevesinde nakit transferi gerçekleşmektedir.

VOB'ta ABD Doları ya da Euro'nun fiziken teslimatı söz konusu olmamakta, vade sonunda o günkü spot döviz kuru ve kontrat fiyatı arasındaki fark kâr ya da zarar olarak yatırımcı hesaplarına yansıtılmaktadır. Döviz vadeli işlem kontratlarının diğer bir özelliği de, kredi riskini yok edecek şekilde "takas kurumu (clearing house)"⁵⁵ olmasıdır. Dolayısıyla taraflar birbirine karşı değil, takas kuruma karşı sorumlu olmaktadır.

Döviz vadeli işlem kontratları; korunma, arbitraj ve yatırım amaçlı olarak kullanılabilir. Gelecekteki döviz kurlarının bugünden sabitlenmesi, düşük işlem maliyetleri, piyasa derinliğinin artması, daha az ilk yatırımla pozisyon alabilme ve rekabet avantajı gibi birçok faydası sıralanabilir.⁵⁶ Döviz dayalı işlem yapanlar,

⁵³ Saniye Gümüşeli, **Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri**, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, 1994, s. 22.

⁵⁴ Fulya Alpan, **Örneklerle Futures Anlaşmalar ve Opsiyonlar**, İstanbul: Literatür Yayınları, 2008, s. 19.

⁵⁵ Mustafa Kemal Yılmaz, **Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, İstanbul: Der Yayınları, 2007, s. 49.

⁵⁶ a.g.e., s. 21.

gelecekteki döviz kurlarını bugünden sabitleyerek, kur artışı ya da azalışından kaynaklanan risklere karşı önlem almış olurlar.

Örneğin;⁵⁷ ihracat yapan bir şirketin 3 ay sonra döviz geliri elde edeceğini düşünürsek, şirketin kâr ya da zararı döviz kuruna bağlı olarak değişecektir. Şirket, bu riski almamak için ihracat dövizini YTL'ye çevireceği tarihte döviz kurunu sabitleme imkânı verecek vadeli işlem kontratını VOB'ta satabilir.

Bu işlemle şirket, 3 ay sonraki dövizin hangi kur üzerinden satılacağını garanti ettiği için riskten korunmuş olacaktır. Sözleşmenin karşı tarafı, diğer bir deyişle satın alan taraf ise, 3 ay sonra bu dövize ihtiyacı olan ithalatçı bir firma olabilir. İthalatçı şirket ise, 3 ay sonraki döviz kurunun yükselmesi ile zarar riski ile karşı karşıya kalacağından dolayı, bu kontratta alıcı taraf olabilmektedir.

Döviz dayalı işlem kontratları ile ilgili daha ayrıntılı anlatımlara ve analizlere, çalışmanın “Döviz Piyasaları ve Döviz Vadeli İşlem Kontratları” başlıklı İkinci Bölümü’nde yer verilecektir.

1.3.1.2. FAİZE DAYALI VADELİ İŞLEM KONTRATLARI

Önceki anlatımlarda da yer verildiği üzere, genel ifadesi ile vadeli işlem kontratı; ileri bir tarihte, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikteki ekonomik ya da finansal göstergeyi, sermaye piyasası aracını, kıymetli madeni ya da döviz alma ya da satma yükümlülüğü içeren kontrat olarak tanımlanmaktadır.⁵⁸ Faize dayalı vadeli işlem kontratları da; ileri tarihte alınan ya da satılan dayanak varlık Devlet Tahvili, Hazine Bonosu ya da piyasa tarafından kabul edilen ve kullanılan herhangi bir faiz oranını içeren kontratlar olarak tanımlanabilmektedir.

⁵⁷ a.g.e., s. 21.

⁵⁸ VOB Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, 2011, s. 109.

Faize dayalı vadeli işlem kontratları, dayanak varlık olarak kullanılan ve önemli arz edilen üç değişik faiz oranını içermektedir. Bu oranlar aşağıdaki gibi ifade edilebilmektedir;⁵⁹

1) Hazine Oranları:

Devletin, kendi ülkesinin para birimiyle borçlandığı faiz oranını temsil etmektedir. Örneğin; Türkiye’de Hazine Müsteşarlığı, TL cinsinden piyasada belirlenen bir faiz oranı üzerinden borçlanmaktadır. Devletin kendi para birimi cinsindeki borçlarını ödememe riski bulunmadığı için, hazine faiz oranları risksiz oranlar olarak da ifade edilebilmektedir.

2) LIBOR Oranları:

Büyük bankalar, değişik para cinsinden 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık ve 12 aylık mevduatları birbirleriyle değişik tokuş etme yoluna gidebilmektedirler. Söz konusu bankalar; mevduat kabul etmek için alış, mevduat hesabı açtırmak içinse satış oranını kullanmaktadırlar. Alış oranı, “Londra Bankalararası Alış Oranı” ya da “LIBID” olarak adlandırılmaktadır. Satış oranı ise, “Londra Bankalararası Satış Oranı” ya da “LIBOR” olarak adlandırılmaktadır.

LIBOR, daha sık kullanılan bir orandır. Borç alan bankanın ödememe riski bulunduğu için, LIBOR risksiz faiz oranı olan Hazine oranından daha yüksektir. Fakat bankalar ve diğer büyük kuruluşlar, LIBOR’u risksiz faiz oranı olarak kullanmaktadırlar. Çünkü finansal kurumlar, fazla fonlarını bu piyasada değerlendirirken, ihtiyaçları olan fonları da yine bu piyasadaki karşılamaktadırlar. LIBOR, “sermayenin fırsat maliyeti” olarak da ele alınmaktadır.

3) Repo Oranları:

Repo; menkul kıymetler sahibi yatırımcının, bunları başka bir kuruma bugünden satıp, belirlenen daha sonraki bir tarihte daha yüksek bir fiyattan almayı

⁵⁹ Yılmaz, a.g.e., s. 61 – 62.

kabul etmesi üzerine yapılan bir sözleşmedir. Menkul kıymetlerin satıldığı ve geri alındığı fiyatlar arasındaki farka, “repo faiz oranı” denilmektedir. En çok kullanılan repo kontratı, her günün gözden geçirildiği gecelik repodur. Daha uzun zaman dilimini kapsayan repolar da mevcuttur.

Finansal araçlar üzerine düzenlenen vadeli işlem kontratları, Amerika’da Bretton Wood’s Antlaşması ile süre gelen “Sabit Kur Rejimi”nin, 1971 yılında iptalinden sonra ortaya çıkan belirsizlik ortamı ve faiz oranlarındaki volatilitenin yükselmesi ile birlikte risklerin azaltılması amacıyla doğmuş ve hızlı bir gelişme içerisine girmiştir. Bretton Woods’un sona ermesine iki ay kala, ilk olarak parite üzerine dizayn edilen kontratlar, Chicago Emtia Borsası’nda (Chicago Mercantile Exchange – CME) piyasaya sunulmuşlar ve bunları endeks sözleşmeleri takip etmiştir.⁶⁰

Faiz oranına dayalı ilk kontrat ise, Chicago Board of Trade’de 1975 yılı içerisinde % 8 faizli GNMA (Government National Mortgage Association) senedi üzerinde oluşturulmuştur. Bir sonraki yıl içerisinde, yine CME bünyesindeki IMM’de (International Monetary Market), 90 gün vadeli ABD hazine bonoları üzerine yazılan kntratların başarı sağlaması üzerine, 1977 yılında ABD uzun dönem devlet tahvili ve 90 günlük finansman bonoları işleme konmuştur.⁶¹

Faize dayalı vadeli işlem kontratları; gerek hacim olarak gerekse de açık pozisyon sayısı itibariyle, dünyadaki organize borsalarda işlem gören kontratlar arasında büyük bir paya sahiptir. Uzun vadeli faize dayalı işlem kontratlarında, genellikle 2, 5, 10, 15 ve daha uzun vadeli devlet tahvilleri dayanak varlık olarak kullanılmaktadırlar. En çok bilinen uzun dönemli faize dayalı işlem kontratları, Chicago Board of Trade’de (CBOT) işlem gören kontratlardır.⁶²

Bunlarda dayanak tahviller vadelerine göre, “2, 5, 10 Yıllık Tahviller (Treasury Notes)” ve “15 Yıl ve Daha Uzun Vadeli Tahviller (Treasury Bonds)” olmak üzere

⁶⁰ VOB Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, 2011, s. 112.

⁶¹ VOB Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, 2011, s. 112.

⁶² Emin Avcı; Murat Çinko & Levent Çinko, “Hisse Senedi Portföylerinde Riskten Korunma”, **Maliye – Finans Yazıları Dergisi**, Yıl: 23, Sayı: 85, 2009, s. 27 – 38.

iki ana grupta toplanmaktadır. Özellikle vadesi 15 yıldan uzun olan devlet tahviline dayalı faize dayalı işlem kontratları, yüksek hacimlerde işlem görmektedirler. Bu kontratların fiyat kotasyonları, devlet tahvilleriyle aynı şekilde yapılmaktadır.⁶³

Faize dayalı vadeli işlem kontratları, diğer vadeli işlem kontratlarında olduğu gibi “korunma amaçlı (hedging)”, “yatırım amaçlı (spekülayon)” ve “arbitraj amaçlı” kullanılabilirler.⁶⁴

Faiz kavramı, günlük hayatımızın birçok bölümünde karşımıza çıkmakta ve gerek kişisel gerekse kurumsal bazda önemli bir yer teşkil etmektedir. Aldığı ev ya da araba için bankaya kredi borcu olan bir kişi, her ay ödenmeyen kredi kartı borçlarına uygulanan faiz oranları, yine bankalarda yatırımların değerlendirilmesi için açılan vadeli mevduat hesapları, hazinenin açtığı ihaleler sonucunda bono ya da tahvil alan bir yatırımcı, portföyünde değişken faizli menkul değer bulunduran bir portföy yöneticisi ve bunun gibi birçok örnek, faiz kavramı ile iç içe yaşadığımızın bir göstergesi olarak değerlendirilebilir.

Bütün diğer ürünlerde olduğu gibi piyasada oluşacak arz – talep dengesi, faiz oranlarını belirlemektedir. Bunun dışında hükümetlerin para politikaları da, faiz oranı üzerinde etkilidir.⁶⁵ Ülke ekonomisini hareketlendirmek ve yatırımları teşvik etmek amacıyla, hükümetler faiz oranlarını düşürebilirler ya da ekonomiyi yavaşlatmak ve enflasyon oranını düşürmek amacıyla faiz oranları yükseltilebilir.

Görüldüğü üzere faiz oranlarındaki değişikliklerin, gerek makro anlamda ve gerekse de mikro anlamda birçok etkileri bulunmaktadır. “Faiz riski”, faiz oranlarındaki değişikliklerden kaynaklanan risk olarak tanımlanmaktadır. Elinde yüksek miktarda hazine bonusu ya da devlet tahvili bulunduran bir portföy yöneticisi, faizlerin yükselmesi durumunda zarar edecektir ya da değişken faiz ile

⁶³ a.g.e.,s. 31.

⁶⁴ Habil Gökmen, “Risk Yönetim Aracı Olarak Vadeli İşlem Sözleşmelerinin KOBİ’ler Açısından Önemi: İzmir Vadeli İşlemler Borsası (VOB) Örneği”, İzmir: **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 10, Sayı: 2, 2008, s. 152 – 169.

⁶⁵ VOB Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, 2011, s. 114.

borçlanmış bir banka, faizlerin yükselmesi halinde daha yüksek meblağlar ödemek zorunda kalacaktır.

Bütün bunlar, faiz riskine örnek teşkil etmektedirler. Vadeli İşlem Borsaları, gelecekteki fiyat belirsizliklerinden kaynaklanan riski elimine eder ve riskten korunma amaçlı kullanılabilirler. Faize dayalı vadeli işlem kontratlarında alınacak pozisyonlar ile faizlerin düşmesinden ya da yükselmesinden kaynaklanacak risk belli oranlarda veya tamamı ile sınırlandırılabilir.

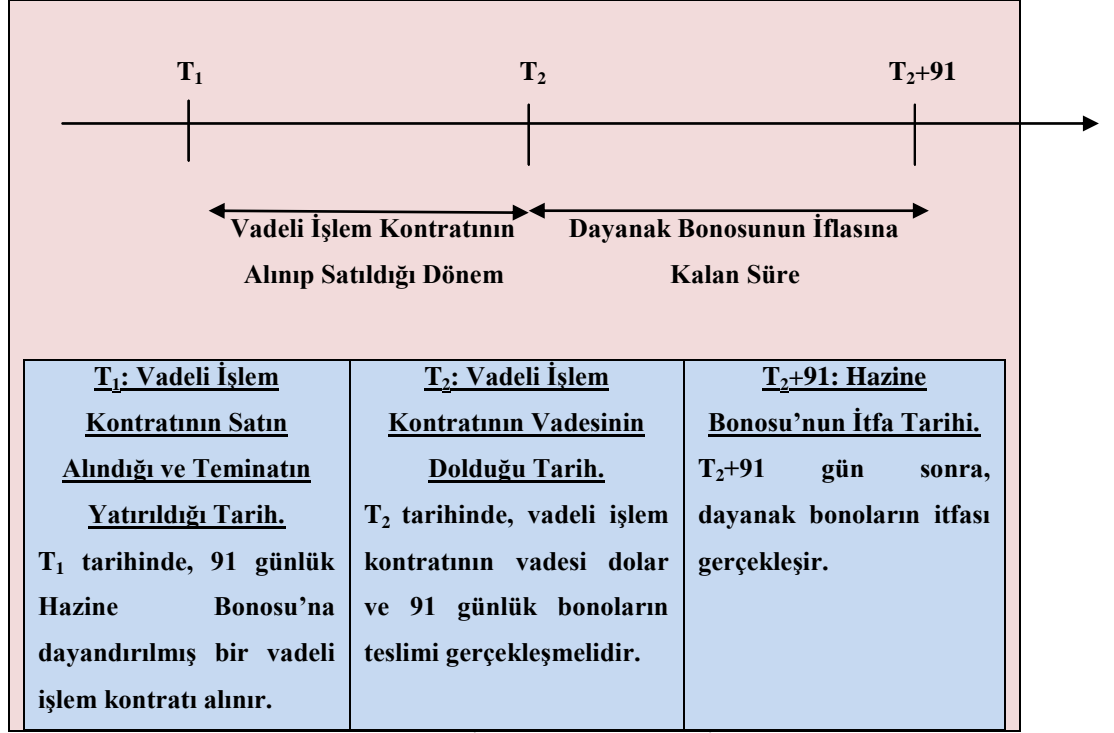
Korunma amacının dışında, yatırım amaçlı olarak da bu tür kontratlar kullanılmaktadır. Yatırımcılar, ileride oluşabilecek fiyat hareketlerinden yararlanarak kâr elde etmek amacıyla vadeli işlem kontratı alırlar ya da satarlar. İleride uzun vadeli tahvil faizlerinin düşeceğini düşünen bir yatırımcı, vadeli işlem borsasında tahvil üzerine oluşturulmuş bir kontrat satın alır.

Faizlerin düşmesi ile spot tahvil fiyatının artmasına paralel olarak, vadeli işlem kontratının de değeri artacaktır. Diğer taraftan uzun vadeli tahvil faizlerinin artacağını düşünen bir yatırımcı ise, vadeli işlem borsasında tahvil üzerine oluşturulmuş bir kontrat satacaktır. Faizlerin yükselmesi ile cari piyasadaki tahvillerin değerleri azalacaktır.⁶⁶ Fakat yatırımcı, vadeli işlem kontratında belirtilmiş daha yüksek fiyattan satış yapacağı için bir kâr elde edecektir.

Arbitraj amacıyla faize dayalı vadeli işlem kontratını kullanan yatırımcı ise, iki ya da daha fazla pazarda değişik finansal işlemler yaparak, risksiz kazanç sağlamak amacıyla hareket etmektedir.

Faize dayalı vadeli işlem kontratlarının işleyişi Şekil 1.2.'de verilmektedir.

⁶⁶ VOB Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, 2011, s. 114.



Şekil 1.2. Faize Dayalı Vadeli İşlem Kontralarının İşleyişi

(Kaynak: VOB Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, 2011, s. 113).

Faize dayalı vadeli işlem kontratlarının ülkemiz adına gerekliliği, önemi ve ülke ekonomisine katkısı da, aşağıda verildiği gibi ifade edilebilmektedir,⁶⁷

- Ülkemizde yatırımcıların seçenekleri; hisse senedi piyasası, devlet iç borçlanma senetleri ve banka mevduatları ile sınırlı kalmaktadır. Faize dayalı vadeli işlem kontratı ile yatırımcılar için yeni bir seçenek ortaya çıkacak ve bu durum da, daha fazla finansal yatırıma neden olabilecektir. Buna paralel olarak, yatırım piyasasındaki hacim ve derinlik de artacaktır.
- Yatırım fonları, risklerini kontrol altında tutabilecekler ve daha etkin bir yönetim ile idare edilen bu fonlar, daha sağlıklı büyüebileceklerdir.
- Faize dayalı cari piyasalardaki işlem hacimleri de (örneğin; İMKB Tahvil ve Bono Piyasası), faize dayalı vadeli işlem kontratının piyasaya sunulmasına paralel olarak artacaktır. Nakit piyasalardaki risklerden korunmanın vadeli

⁶⁷ Erdiñç Yurtseven, **Türevler ve Kullanımları**, Reasürör Dergisi, Sayı: 54, 2004, s. 19 – 26.

piyasalar vasıtasıyla mümkün hale gelmesi de, bu piyasalara olan talebi artıracaktır.

- Piyasaların bu şekilde etkin işleme, hazine bonosuna olan talebi artıracak, bu da hazinenin daha kolay ve daha ucuz borçlanabilmesine imkân sağlayabilecektir.
- Finansal araçlardaki çeşitlilik ve artan işlem hacmi, aracı kurumların gelirlerinde bir artış sağlayacak ve mali açıdan daha güçlü finansal kurumlar ortaya çıkacaktır. Buna paralel olarak, bu alanda faaliyet gösteren kurumlar artacak ve ülke ekonomisine pozitif katkı sağlanacaktır.
- Bilginin daha etkin kullanılabilmesi ve yatırım danışmanlığı hizmetlerinin daha fazla talep göreceği bir alan ortaya çıkacaktır. Sermaye piyasası uzmanları, daha profesyonelce ve daha geniş bir ürün yelpazesi ile çalışma fırsatı bulacaklardır.
- Yabancı yatırımcılar, Türkiye'yi riskli bir ülke olarak görmüş ve Türkiye'deki gerek doğrudan gerekse sermaye piyasası araçları yatırımlarını sınırlı tutmuşlardır. Faize dayalı vadeli işlem kontratı ve diğer vadeli işlem kontratlarının VOB tarafından piyasaya sunulması ile yabancı yatırımcıların ve sanayicinin kendi ülkelerinde kullandıkları bir enstrüman devreye girmiş olacak ve risklerini vadeli işlem piyasasına girerek kontrol altına alabileceklerdir.
- Projelerini finanse etmek için borç kullanan reel sektörde faaliyet gösteren işletmeler, faize dayalı vadeli işlem kontratını kullanarak, faiz oranlarındaki değişimler nedeniyle karşı karşıya bulunduğu riskten kendilerini koruma fırsatı bulacaklardır.

1.3.1.3. ENDEKSE DAYALI VADELİ İŞLEM KONTRATLARI

İlk endekse dayalı vadeli işlem kontratı, 24 Ocak 1982 yılında Kansas City Board of Trade'de (KCBT) işlem görmeye başlamıştır. Günümüzde, gelişmiş bir hisse senedi piyasası olan hemen her ülkede, geniş kapsamlı hazırlanmış bir piyasa endeksine dayalı en az bir vadeli işlem kontratı bulunmaktadır. Endekse dayalı vadeli işlem kontratlarının işlem görmekte olduğu ülkelerden bazıları; ABD, Avustralya, İngiltere, Kanada, Fransa, Hollanda, Almanya, Şili, Norveç, İsrail, Malezya, Kore, Venezüella, Yunanistan ve Hindistan olarak sayılabilir.⁶⁸

Pek çok diğer ülkede de, endeks vadeli işlem kontratı alınıp satılmaktadır. Bu ülkelerin bazılarında ise, ticareti gerçekleşen endekse dayalı vadeli işlem kontrat sayısı birden fazladır. Örneğin;⁶⁹ ABD'de Value Line Bileşik Endeksi ve S&P 500 Endeksi üzerine işlem gören farklı kontratlar mevcuttur. Bunun yanı sıra Japonya'da da, Nikkei 225, OSE 50 ve TOPIX Endeksleri üzerine hazırlanmış vadeli işlem kontratları işleme açıktır.

Hisse senedi endeksleri, birbirlerinden iki yönde farklılaşmaktadır;⁷⁰

- Oluşturulurlarken içerdikleri hisse senetleri yönünden ve
- Hesaplanma yöntemleri açısından.

Bazı endeksler, ekonominin genel seyrini yansıtma amacıyla geniş kapsamlı oluşturulmaktadır. Bir endekse ne kadar çok sayıda şirketin hisselerini dâhil edilirse, ekonomik gelişmeler o oranda fazla yansıtılmış olacaktır. Ancak hiçbir endeks, ekonomide var olan tüm hisseleri kapsayamaz. Bu durumda da bir endeks hazırlanırken, mümkün olduğunca güçlü şirketlere yer verilmesi gerekliliği öne çıkmaktadır. Bir diğer ifadeyle; endekse dâhil hisse senetlerinin işlem değerinin, piyasanın toplam değerinin büyük bir yüzdesel dilimini kapsıyor olması gerekir.

⁶⁸ VOB Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, 2011, s. 146 – 147.

⁶⁹ a.g.e., s. 147.

⁷⁰ Yurtseven, 2004, s. 28.

Endeksleri birbirinden farklılaştıran, içerdikleri hisse senetlerinden başka, hesaplanış biçimleridir. Hisse senedi endeksleri üzerine alım – satım yapılırken, kontrata dayanak teşkil eden endeksin hesaplanma yönteminin bilinmesi gerekir. Çünkü endekslerin hesaplanması temelde üç ayrı yöntem ile yapılmaktadır.

Bu yöntemler, aşağıda verilen alt başlıklar doğrultusunda değerlendirilebilmektedir;⁷¹

1) Eşit Ağırlıklı Hisse Senedi Endeksleri:

Eşit ağırlıklı hisse senedi endeksleri, yatırımcıların her hisse senedine aynı miktarda yatırım yaptıkları var sayımından yola çıkmaktadır.

2) Fiyat Ağırlıklı Hisse Senedi Endeksleri:

Fiyat ağırlıklı hisse senedi endeksleri; firmaların büyüklüklerine ve piyasa değerlerine bakılmaksızın, sadece hisse senedi fiyatları göz önünde bulundurularak hesaplanır. Bir başka deyişle; endekse dâhil her bir şirket aynı ağırlığı taşıyacak, sadece hisse senedi fiyatı önemli olacaktır.

3) Piyasa Değeri Ağırlıklı Hisse Senedi Endeksleri:

Piyasa değeri ağırlıklı hisse senedi endekslerinde; hisse senetleri, endeksi ait oldukları şirketin piyasa değeri oranında etkilemektedir.

Hisse senetleri, yatırımcılar için alternatif yatırım araçlarından birisidir. Bankalar, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, A tipi fonlar ile gerçek ve tüzel kişilerin hisse senetleri portföylerinde büyük miktarlarda pozisyonları vardır. Bu bağlamda, pozisyonların daha etkin yönetilebilmeleri için, gelecekteki fiyat risklerine karşı korunma ihtiyaçlarına çözüm, endekse dayalı vadeli kontratlarıdır denilebilir.

⁷¹ VOB Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, 2011, s. 150 – 151.

Ayrıca spot piyasada yatırım maliyetleri, vadeli piyasalara göre çok daha yüksektir. Vadeli işlem piyasalarında küçük bir teminat ile büyük miktarlarda pozisyonları yönetmek mümkündür. Ayrıca endekse dayalı vadeli işlem kontratlarının spot piyasanın gelişimine önemli katkı yaptığı araştırmalarda ortaya konmuştur.

Hisse senetleri piyasasında açığa satış imkânının olmadığı durumlarda, sadece alım yönlü işlemle pozisyona başlanabilirken, vadeli piyasalarda ilk işleme alım ya da satım yönlü pozisyonla başlanabilmektedir. Vadeli piyasalarda satım yapmak için, kontrata konu dayanak varlığına sahip olunması gerekli değildir. Bugün İMKB’de, seans süresi içerisinde herhangi bir hisse senedini alıp satabilirken, endeksi sadece kısıtlı süreler içerisinde endeks yatırım fonları aracılığı ile alıp satmak mümkün olabilmektedir.

Endekse dayalı vadeli işlem kontratı ile endeksi seans boyunca çok daha etkin ve kolay bir şekilde alıp satmak mümkün hale gelmektedir. Ayrıca farklı vadelerdeki endekse dayalı vadeli işlem kontratı fiyatları, piyasanın bugünü ve geleceğini rasyonel olarak değerlendirme imkânı vermektedir.

Spot piyasada alım – satıma konu hisse sayısı halka açıklık oranı ile sınırlı iken, vadeli işlem kontratında arz ve talep yönünde bir sınırlama bulunmamaktadır. Sadece yatırımcıların korunması amacı ile tek bir hesap sahibinin alabileceği pozisyon sayısı, suni fiyat oluşumlarını engellemek amacıyla sınırlandırılmaktadır. Endekse dayalı vadeli işlem kontratları ile endeksin bugün ve gelecekteki değeri üzerinde alım ya da satım yapılabilir. Bu doğrultuda görüldüğü üzere, endekse dayalı vadeli işlem kontratları, yatırımcılara esnek ve birçok yeni imkân sağlamaktadır.

1.3.2. EMTİAYA DAYALI VADELİ İŞLEM KONTRATLARI

Emtiaya dayalı vadeli işlem kontratları, kendi içerisinde dört grupta incelenebilmektedir;⁷²

- **Tarımsal Futures:**

Pamuk, Buğday, Un, Soya Fasulyesi, Mısır, Pirinç, Kakao, Kahve vb.

- **Enerji Futures:**

Petrol, elektrik, doğalgaz vb.

- **Değerli Maden Futures:**

Altın, bakır, alüminyum, nikel, çinko vb.

- **Sanayi Metalleri Futures:**

Tarımsal futures; futures kontratların en eski olanlarındandır. Bu kontratlarda en yüksek işlem hacmi, Amerikan borsalarındadır. Fakat bu kontratlar, daha sonraları Kanada ve diğer birkaç ülkede daha işlem görmeye başlamıştır.⁷³ Bu piyasadaki katılımcıları, daha çok döviz riskinden korunmak isteyen çiftçiler ve hayati önem taşıyan girdileri bu hammaddelerden oluşan firmalardan oluşmaktadır. Tarım ürünlerine dayalı vadeli işlem kontratı alınıp satıldığı takdirde, ilgili ürün değil, ilgili ürünün fiyatı alınıp satılmış olmaktadır.

Doğal kaynaklara dayanan futures kontratları da, değerli madenlere dayalı futures ve sanayi metalleri üzerine futures kontratları olarak iki gruba ayrılmaktadır. Bu sınıfa giren altın ve gümüş gibi metaller, daha çok yatırım amaçlı tercih edilse

⁷² Yüksel Ayriçay, “Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Piyasalara Olası Etkileri”, Kocaeli: Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Sayı: 5, 2003, s. 1 – 19.

⁷³ Hülya Talu, “Türev Ürünler Pazarındaki Gelişmelerin Muhasebe Eğitime Katkısı”, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 2, 2000, s. 15 – 32.

bile, bu metaller üzerine işlem gören futures kontratlar enflasyon, uluslararası politikalar ve dünya ekonomisindeki olumsuz gelişmelerden korunmak amaçlı işlem görmektedir. Dünyanın enerji ürünlerine dayalı en büyük ticaret borsası, NYMEX (New York Mercantile Exchange)'dir.⁷⁴

Dünya altın piyasasında ölçü birimi olarak genellikle troy ons, para birimi olarak ise ABD Doları veya Euro kullanılmaktadır. Bunun yanı sıra, altın üzerine düzenlenen vadeli işlem kontratlarında, ülkelerin kendi para birimleri ve ons da tercih edilmektedir.⁷⁵ Türkiye'de ise, altın ağırlıklı olarak TL/gr bazında alınıp satılmaktadır. Türkiye'de altın spot olarak, Kapalıçarşı'da ve İstanbul Altın Borsası'nda alınıp satılmaktadır.

Ancak her iki piyasada oluşan altın fiyatlarına da anlık olarak ulaşmak mümkün değildir. VOB altın vadeli işlem kontratı alıp satan yatırımcıların, altının spot fiyatını anlık olarak takip etme ihtiyacı olduğu açıktır. Bu sebeple, altının yurt dışından anlık olarak alınan ABD Doları/ons cinsinden fiyatı TL/gr'a çevrilerek kullanılmaktadır. Bu şekilde elde edilen anlık spot fiyat, çeşitli veri dağıtım firmalarının ekranlarından takip edilebilmektedir.

Elektrik piyasası da; elektriğin sadece küçük miktarlarda depolanması nedeniyle, diğer emtia piyasalarından farklı bir piyasa yapısına sahiptir. Elektrik, milyonlarca tüketicinin anlık olarak artan ya da azalan tüketimini karşılayacak şekilde üretilmekte, tüketimi karşılayacak üretimin sağlanması ise 365 gün – 24 saat boyunca gerçekleşmektedir.

⁷⁴ A. Naci Arıkan, "Türev Ürünleri Menkul Kıymet midir?", **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı: 200, 1998, s. 94 – 107.

⁷⁵ Çetin A. Dönmez & Mustafa K. Yılmaz, "Türev Piyasalar Finans Sektöründeki Dengenin Korunması Açısından Bir Tehdit Oluşturabilir mi?", İstanbul: **İMKB Dergisi**, Sayı: 11, 1999, s. 49 – 83.

Türkiye’de elektrik ticareti 3 farklı şekilde yapılmaktadır;⁷⁶

- İkili Anlaşmalar Yoluyla;
- Gün Öncesi Planlama Yoluyla ve
- Dengeleme Güç Piyasası Yoluyla.

Elektrik ticaretinin yaklaşık % 80 – 85’i ikili anlaşmalar yoluyla yapılmakta, kalan hacim ise Gün Öncesi Planlama ve Dengeleme Güç Piyasası’na dağılmaktadır. Gün Öncesi Planlama işlemleri, elektrik ticaretine yönelik; Dengeleme Güç Piyasası işlemleri ise, daha çok elektriğin arz ve talebini anlık dengelemeye yönelik olarak gerçekleşmektedir. İkili anlaşmalar özel hukuk şartlarına tabi, piyasa katılımcıları arasında serbestçe gerçekleştirilen anlaşmalardır.⁷⁷

Anlaşmaların miktarı TEİAŞ’a bildirilirken, fiyat bilgilerinin bildirim yükümlülüğü yoktur. TEİAŞ bünyesindeki Piyasa Mali Uzlaştırma Merkezi (PMUM) altında işletilen Gün Öncesi Planlama (GÖP) ve Dengeleme Güç Piyasası (DGP), ikili anlaşmalar dışında elektrik ticareti yapılan piyasalardır. Gün Öncesi Planlama da;⁷⁸ bir gün öncesinden ikili anlaşmalar dışında kalan ve tüketim tahminine göre enerji açığı / fazlası üzerinden işlemler gerçekleşirken, Dengeleme Güç Piyasası’nda anlık dengelemeyi sağlamaya yönelik işlemler gerçekleşmektedir.

Elektrik vadeli işlem kontratları, nakdi ve fiziki uzlaşmalı olmak üzere birçok borsada işlem görmektedir. Elektrik vadeli işlem kontratlarının işlem gördüğü borsalar, menkul kıymet ve türev ürün borsaları ve enerji borsaları olarak farklılaşmaktadır.⁷⁹ Menkul kıymet ve türev ürün borsalarında, genellikle nakdi uzlaşmalı vadeli işlem kontratları, enerji borsalarının birçoğunda ise hem nakdi hem de fiziki uzlaşmalı vadeli işlem kontratları işlem görmektedir.

⁷⁶ Müjgan Hacıoğlu – Deniz, **Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş**, İstanbul: Ural Yayınevi, 2011, s. 75.

⁷⁷ VOB Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, 2011, s. 170.

⁷⁸ VOB Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, 2011, s. 170.

⁷⁹ a.g.e., s. 170.

Yurt dışı borsalarda işlem gören nakdi uzlaşmalı elektrik vadeli işlem kontratları, genellikle vadeleri haftalık, aylık, üç aylık ve yıllık olan, zaman aralığına göre; “Baz Yük (Base Load)”, “Pik Yük (Peak Load)” ve “Pik – Dışı Yük (Off – Peak Load)” olarak farklılaşan kontratlardır. Elektrik vadeli işlem kontratlarına ilişkin dayanak varlık ve kontrat büyüklüğü, diğer vadeli işlem kontratlarından farklıdır.⁸⁰

Sonuç olarak; dünyada gelişmiş ekonomiler ile gelişmekte olan ekonomiler açısından türev piyasaların işleyiş ve hacmine bakıldığında, özellikle gelişmişlik ve piyasa etkinliği ile ekonomikliğe temel teşkil eden mekanizmanın türev piyasalara dayandığı bilinmektedir. Türev araçlar; yatırımcılara karşılaştıkları riskleri çeşitli parçalara ayırarak, tek tek yönetebilme imkânı sağlamakta ve etkin bir risk yönetimi ile firma değerinin artırılmasına katkıda bulunmaktadır.

Diğer taraftan da, risk yönetimi ve kontrolünde başka araçlarla mümkün olmayan bir şekilde yarar sağlamaktadır. Bu araçların işlem gördüğü piyasalar ise, finansal sistemin etkinliğini artırarak reel ekonomiye katkıda bulunmaktadır. Türev araçlar ve piyasalar, finansal sistemin işleyişini kolaylaştırıcı nitelikte olduklarından uzun süre hayatta kalmışlar ve hızla yaygınlaşmışlardır. Türkiye’de de bu çerçevede, genel anlamda vadeli işlem kontratlarının ve özel anlamda döviz vadeli işlem kontratlarının artan işlem hacmi, bunun en önemli kanıtı olarak karşımıza çıkmaktadır.

⁸⁰ a.g.e., s. 170.

2. DÖVİZ PİYASALARI VE DÖVİZ VADELİ İŞLEM KONTRATLARI

2.1. DÖVİZ PİYASASI KAVRAMININ ANALİZİ

2.1.1. DÖVİZ PİYASASI KAVRAMININ TANIMI

Bir yabancı para değerinin, bir başka yabancı para cinsinden değerinin belirlendiği döviz piyasası, günümüzde dünyanın en büyük mal piyasası olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu bağlamda; bir ülke parasının, yabancı bir ülke nezdindeki değerine “döviz (foreign exchange)” adı verilmektedir. Döviz piyasaları da;⁸¹ söz konusu bu yabancı paraların alınıp satıldığı ya da ulusal paranın, yabancı bir ülkenin para değeri ile değiştirilmesine olanak veren kurumsal yapıyı ifade etmektedir.

Bununla birlikte; özellikle bankacılık uygulamalarında nakit yabancı paralara karşılık olarak, para yerine geçen ödeme araçlarına ve döviz piyasalarında, nakit şeklindeki paralardan efektif likiditesi yüksek olanlara da “döviz” denilmektedir.⁸²

Döviz piyasaları, uluslararası ticaret ve yatırım amaçlı yaklaşımların bir neticesi olarak kullanılmaktadır. Bu bağlamda, her gün çok sayıda mal ve hizmet ticaret amaçlı olarak uluslararası alanda el değiştirmekte ve bu durum da çok sayıda bankaya, yatırım amaçlı olarak ya da yatırımcılara yönelik olarak, farklı para birimlerinde yatırım yapma olanağı sunmaktadır.

Sonuç olarak, uluslararası ticarete ve yatırımların finansmanında bankaların oynadığı bu aktif rol, çeşitli para birimlerinin işlem gördüğü döviz piyasaların otaya çıkmasını sağlamıştır. Bundan dolayı da döviz piyasaları;⁸³ birçok yerde “tezgâh – üstü” olarak tabir edilen bankalararası ve belirli bir merkezi olmayan takas kurumu

⁸¹ Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2008, s. 29.

⁸² Erol, a.g.e., s. 75.

⁸³ Vedat Güven, **TRL Bacaklı Döviz Gelecek Sözleşmeleri ve Borsası**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Ankara, 2004, s. 101.

tarafından değil, karşılıklı anlaşmalar çerçevesinde yapıldığı regüle edilmiş piyasalar olarak tanımlanmaktadır.

Avrupa, Kuzey Amerikan ve Avustralya – Asya olmak üzere, temelde üç ana bölgede bulunan döviz piyasaları, iletişim teknolojilerinde söz konusu olan hızlı değişimler sonucunda, tek bir piyasa gibi faaliyet göstermekte ve 7/24 işlem yama olanağı sağlamaktadır. Farklı ülkelerin para birimlerinin değerinin de, bütün piyasalarda aynı düzeyde gerçekleştiği bu piyasalarda, söz konusu edilen bu özelliklerin yanında, piyasada giriş – çıkış serbestliği olması ve işle gören dövizlerin homojenliği de, döviz piyasalarını tam rekabet piyasalarına daha yakın hale getirmektedir.⁸⁴

Döviz piyasalarında, yabancı ulusal para nakit olabileceği gibi; banka havaleleri, ödeme emirleri, döviz poliçeleri, mevduat sertifikaları ve/veya seyahat çekleri vs. şeklinde de olabilmektedir. Bu ödeme araçları, değişim değerleri yüksek olan ödeme araçları arasında yer aldığından, kolayca ve küçük bir masraf karşılığında, ilgili oldukları ulusal para birimlerine de kolayca dönüştürülebilmektedirler. Döviz piyasalarında, nakit ödeme ve haricinde kullanılan bu ödeme araçları çerçevesinde, iki ödeme aracı ayırımına gidilmesi söz konusudur. Ülkemizde de bu doğrultuda; doğrudan nakit şeklinde gerçekleştirilen ödeme araçlarına “efektif”, nakde dönüştürülebilme niteliğindeki ödeme araçlarına da “döviz” denilmektedir.⁸⁵

Piyasalar; alıcı ve satıcıların direkt olarak irtibatla buldukları “birinci tip piyasalar” ve alıcı ve satıcının yüz yüze ilişkide bulunmadığı “ikinci tip piyasalar” olarak iki şekilde değerlendirilebilmektedir. Bu çerçevede döviz piyasaları, belirtildiği üzere alıcı ve satıcının birebir ilişkide bulunmamaları adına ikinci tip piyasalar içerisinde ele alınmaktadır.⁸⁶ Çünkü döviz piyasalarında satıcılar, döviz bir aracı kuruma satmakta; alıcılar da, aracı kurumdan satın almaktadırlar.

⁸⁴ Karan, a.g.e., s. 75.

⁸⁵ Deniz Gökçe, **Para ve Finans Ansiklopedisi**, Creative Yayınları, İstanbul, 1996.

⁸⁶ Özlem Topçu Kıraç, **Döviz Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri ve Türkiye Uygulaması**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1999, s. 65.

Döviz piyasaları, yapılanma şekillerine ve teslim vadesi gibi birtakım kriterlere göre sınıflandırılabilir. Örneğin; işlemin gerçekleştiği mekâna göre döviz piyasaları, aşağıda verildiği çerçevede değerlendirilebilir;⁸⁷

- **Organize Borsalar / Piyasalar:**

Hukuki ve operasyonel altyapısı olan ve işlemlerin belirli bir mekânda ve birçok piyasa katılımcısının varlığı ile çoklu fiyat sistemi kullanılarak gerçekleştirildiği piyasaları ifade etmektedir.

- **Tezgâh – Üstü Piyasalar (Over The Counter – OTC):**

Alıcı ve satıcıların fiziksel bir ortamda işlem yaptıkları organize bir piyasayı değil, birbirlerine telefon, telex ve/veya dealing (otomatik alım – satım) sistemleri ile bağlı oldukları ve işlemlerin her seferinde farklı yerlerde yapıldığı piyasaları ifade etmektedir. Döviz piyasasında, işlemlerin büyük bir çoğunluğunun tezgâh – üstü piyasalarda gerçekleştirilmektedir.

Döviz piyasası; paraların işlemlerin teslim vadesi açısından da spot (nakit), türev piyasalar ve swap işlemleri olarak üç gruba ayrılmaktadır. Spot piyasa; yabancı paraların değişiminin en geç iki işgünü sonunda gerçekleştiği alım – satım işlemlerinin yapıldığı piyasalardır. Bu piyasalarda işlemler, ilke olarak anlaşmaya varıldığı an gerçekleştirilmektedir. Interbank piyasasında, ödeme ve teslim tarihi (işlemin valörü) anlaşmaya varıldığı tarihi izleyen iki işgünü içerisinde gerçekleşmektedir.⁸⁸

⁸⁷ Aydın Karapınar, **İleri Düzeyde SPK Lisanslama Sınavlarına Hazırlık**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2004, s. 59.

⁸⁸ Belma Nurcan, **Türev Araç Piyasalarının İşlemlerinin Vergilendirilmesi ve Örnek Ülke Uygulamaları**, T.C. Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2005, s. 101.

Tüm bunların yanında, döviz piyasasının iki ayağı bulunmaktadır. Bu doğrultudaki belirlemeler ise, aşağıda verildiği şekilde ifade edilebilmektedir;⁸⁹

- **Interbank Piyasası:**

İşlem hacminin, milyon dolarlar düzeyinde gerçekleştiği piyasaları ifade etmektedir.

- **Perakende Piyasası ya da Müşteriler Piyasası:**

İşlemlerin, genellikle küçük miktarlarda gerçekleştiği piyasaları ifade etmektedir. Örneğin; banka ve müşterisi arasında gerçekleşen işlemler gibi.

Piyananın bu iki ayağında faaliyet gösteren katılımcılara; ihracatçı ve ithalatçılar, dış ticaret ve dış yatırım yapmak isteyen bireyler ve firmalar, çok uluslu şirketler, banka ve mali kuruluşlar örnek olarak verilebilir. Diğer yandan merkez bankaları, döviz kurlarına müdahalede bulunmak ve rezerv yönetimi amacıyla döviz piyasasında alım ve satım işlerine taraf olmaktadır.

Döviz piyasasının temel aracı kurumları ise, bankalardır. Ticari bankalar; döviz alım – satımı, döviz transferi ve akreditif açmak gibi dış ticaret işlemleriyle uğraşmaktadırlar. Bunların yanı sıra, anında teslim kayıtlı döviz alım – satım işi ile uğrasan döviz büfeleri bulunmaktadır. Tüm bu kurumlar, alış fiyatından (bid price) aldıkları döviz, biraz daha yüksek fiyattan (ask price) satarak kâr sağlamaya çalışmaktadırlar.

⁸⁹ Yılmaz, a.g.e., s. 98.

2.1.2. DÖVİZ PİYASALARININ GELİŞİMİ

Döviz piyasaları, uluslararası alanda en eski piyasalardan birisi olarak karşımıza çıkmaktadır ve bu çerçevede döviz piyasalarında, diğer piyasaların gelişimi ile birlikte, derinlik likidite ve işlem hacmi açısından da gelişmelerin söz konusu olduğu görülmektedir.

Döviz piyasaları ilk olarak, uluslararası ticarete ve sınır ötesi ticari işlemlerde paranın kullanılmaya başlanması ile variyetini ortaya koymuştur. Ancak günümüz anlamında söz konusu edilebilecek döviz piyasaları ise ilk olarak, ancak 1950'li yılların sonları itibariyle görülmeye başlanmıştır denilebilir.⁹⁰

1967 yılında bir Chicago bankası, Milton Freidman isimli bir üniversite profesörüne pound üzerinden kredi vermeyi reddetmiştir. Çünkü sterlinin dolar karşısında çok yüksek olduğunu fark eden banka, bu fonları İngiliz para birimini satmak üzere talep etmektedir ve sterlini satarak, sonrasında ise para birimi düştükten sonra bankaya geri ödemek için tekrar geri almak ve bu yolla hızlı şekilde kâr elde etmek istemektedir. Fakat banka, bu tarihten 20 yıl önce imzalanan Bretton Woods Anlaşması sebebiyle krediyi vermeyi reddetmiştir.⁹¹

1944 tarihli Bretton Woods Konferansı; dünya piyasalarına sabit ya da belirli bir bant dâhilinde dalgalanmaya bırakılan döviz kurlarına dayalı, istikrarlı ve öngörülebilir bir pariteler sistemi getirmiştir. Bu sistem ile doların değeri altına, diğer para birimlerinin de belli formüllerle dolara bağlanması öngörülmüştür. Bu doğrultuda da Bretton Woods Sistemi, ABD Doları'na ve onun aracılığıyla altına bağlı bir para sistemi ifade etmektedir.

Bretton Woods Anlaşması, 1971 yılında terk edilerek ve ABD Doları'nın altına dönüştürülmesi işlemlerinden de uzaklaşmıştır. 1973 yılında ise; temel olarak arz – talep gücüyle kontrol edilen endüstriyel ülkelerin büyük para birimleri, daha serbest bir şekilde dalgalanmaya bırakılmıştır; fiyatlar hacimler, hız ve fiyat volatilitesi ile

⁹⁰ Gökçe, a.g.e., s. 455.

⁹¹ Özalp, a.g.e., s. 10.

her gün dalgalanma göstermiş ve bu durum 1970’li yıllar boyunca yeni finansal enstrümanlarda yükseliş, piyasada fiyat serbestliği ve ticaret liberalizasyonunu da beraberinde getirmiştir.⁹²

Bu sistemin terk edilmesiyle birlikte, halen içinde bulunduğumuz döneme girilmiştir. 1980’li yıllar itibariyle ise; bilgisayarların ve iletişim teknolojilerinin kullanılmaya ve yaygınlaşmaya başlanması ile birlikte, piyasanın sürekliliğinin Asya, Avrupa ve Amerika saatlerine yayılmasıyla anapara hareketleri hızlanma göstererek, forex piyasalarındaki işlemler, 1980’li yıllarda söz konusu olan günlük 70 Milyar \$ işlem hacminden 20 yıl sonra, 1.5 Trilyon \$’dan fazla işlem hacmine ulaşmıştır.⁹³

Bu noktada söz konusu olan “Foreign Exchange”; iki tarafın karşılıklı olarak belirlediği bir fiyattan, döviz değişim işlemi yapılmasını ifade etmektedir ve üzerinde güneş batmayan piyasa olarak da adlandırılan forex ticari banka ve aracı kuruluşların, fonların, merkez bankalarının ve hazinelerin içerisinde bulunduğu sıkı denetimlere tabi paraların garantisinin olduğu ve dünyanın her yerinde, aynı anda aynı şartlarla 24 saat işlem yapma imkânı sağlayabilen Interbank döviz piyasasıdır.⁹⁴

Türkiye’de döviz piyasalarının gelişimi ise; 1980’li yıllarda Türk Parasını Koruma Kanunu’nun Kaldırılması ile başlamıştır. Bu tarihten önce, döviz bulundurma ve döviz kullanma yetkisi sadece T.C. Merkez Bankası’na aitken; 1980 yılında başlayan liberalizasyon süreci ve 1989 yılında konvertibiliteye geçiş ile birlikte, 1988 yılında ilk döviz piyasası Tahtakale’de kurulmuştur.

⁹² Vedat Akgiray, “Finansal Yeniliklerin ve Risk Yönetiminin Ekonomik Kalkınmaya Katkıları”, **İMKB Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 5, s. 1 – 14.

⁹³ Karan, 2007, s. 62.

⁹⁴ Filiz Yetiz, **Finansal Sistemin Yapısı, Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türk Finans Sistemi**, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adana, s. 99.

Günümüzde Ülkemizde, 3 ayrı spot döviz piyasası mevcuttur;⁹⁵

- **Bankalararası Döviz Piyasası:**

Bankaların, anlık olarak fiyat kotasyonlarını siteme girmelerini ifade etmektedir.

- **Merkez Bankası:**

Döviz alım ve satım işlemleri, Merkez Bankası'nda gerçekleştirilmekte olup, alıcı ve satıcı bankalar fiyatlarını Merkez Bankası nezdinde açıklamaktadırlar.

- **Serbest Döviz Piyasası:**

Merkezi ve organize olmayan bir ortamda, kişi ve kurumlar arasında gerçekleştirilen nakit döviz alım – satımlarının yapıldığı piyasaları ifade etmektedir.

2.2. DÖVİZ KURU KAVRAMININ ANALİZİ

2.2.1. DÖVİZ KURU KAVRAMININ TANIMI

Bir ekonomide yaratılan tüm mal ve hizmetlerin fiyatı olduğu gibi, yabancı paraların da alınıp satılabileceği belirli fiyatlar söz konusu edilebilmektedir ve bu bağlamda, her ülke için belirlenmiş para birimleri vardır. Örneğin; Amerika'da Dolar ya da Türkiye'de TL karşısında, bir ulusal paranın yabancı para cinsinden fiyatına “döviz kuru” adı verilmektedir.⁹⁶

⁹⁵ Ali Acaravcı ve İlhan Öztürk, “Finance – Growth Nexus: Evidence from Turkey”, **International Research Journal of Finance and Economics**, Volume: 30, Number: 11, pp. 8 – 10.

⁹⁶ Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, Güzem Cem Yayınları, Yayın No: 19, İstanbul, 2003, s. 86.

Döviz kuru; iki ulusal para üzerindeki değişim oranını ifade etmesi bakımından, “dolaylı kotasyon” ve dolaysız kotasyon” olarak iki bölümde değerlendirilebilmektedir;⁹⁷

- **Dolaysız Kotasyon ya da Avrupa Usulü Kotasyon:**

Bu yöntemde, bir yabancı para ulusal para cinsinden ifade edilmektedir. Örneğin; Türkiye açısından $1\text{€} = 1,655\text{ TL}$ ya da $1,655\text{ TL}/\text{€}$ olarak ifade edilmektedir. Döviz kurunun artması, ulusal paranın değer kaybettiği anlamına gelmektedir. Uluslararası piyasalarda kurlar, dolaysız kotasyona ya da Avrupa usulü kotasyona göre belirlenmektedir.

- **Dolaylı Kotasyon ya da Amerikan Tipi Kotasyon:**

İkinci yöntem ise; bir birim ulusal para ile değiştirilen yabancı para miktarı şeklinde ifade edilen dolaylı kotasyon ya da bir başka bir ifadeyle Amerikan tipi kotasyondur. Örneğin; $1,655\text{ TL}/\text{€} = 1/1,655\text{ €}/\text{TL}$ şeklinde ifade edilir. Bu yöntemde göre ise; döviz kurunun artması, ülke parasının değer kazanması anlamına gelmektedir.

Dünya uygulamalarına bakıldığında, bütün yabancı birimlerin ABD Doları cinsinden kota edildiğini görmek mümkündür. Bu çerçevede dünya döviz piyasasında, hem günlük ortalama işlem hacmi hem de karşılıklı olarak işlem yapılan yabancı paralar açısından bir değerlendirmede bulunulduğunda, ABD Doları'nın büyük farkla ilk sırayı aldığı gözlenmektedir.

⁹⁷ Seyidoğlu, a.g.e., s. 87.

Tüm bu belirlemelerin haricinde, döviz kurları; “döviz alış kuru (bid rate)” ve “döviz satış kuru (ask rate)” olarak iki şekilde belirlenmektedir;⁹⁸

- **Döviz Alış Kuru:**

Döviz alış kuru; tüketicilerin yabancı para satarak bankadan ya da aracı kuruluştan satın alacakları ulusal para tutarını hesaplamak için kullanılmaktadır.

- **Döviz Satış Kuru:**

Döviz satış kuru ise; tüketicilerin banka ya da aracı kuruluşlardan satın alacakları yabancı para karşılığında ödemeleri gereken ulusal para tutarını hesaplanılmasında kullanılmaktadır.

Döviz satış kurları, döviz alış kurlarından daha yüksek olmaktadır. Çünkü banka ve aracı kurumlar, kâr amaçlı çalışan kurumlar oldukları için, dövizini düşük fiyattan alıp, yüksek fiyattan satmaktadırlar. Bu çerçevede de bir paranın döviz satış kuru, öbür paranın döviz alış kuru olmaktadır.

2.2.2. DÖVİZ KURUNUN BELİRLENMESİ

Özellikle dalgalı kur sistemlerinin geçerli olduğu ekonomilerde, döviz kurlarının tahmin edilmesi büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle de döviz kuru politikası, özellikle 1970’li yıllarla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde politik belirlemelerin içerisinde yer almaya başlamıştır.

1970’li yıllar itibariyle; yüksek borçluluk, enflasyon oranlarının yüksek olması, ihracatta sadece belirli mallar üzerinde odaklanılması vb. gibi sebeplerle ve de en önemlisi Bretton Woods Sistemi’nin çökmesi ile birlikte, birçok gelişmekte olan ve hatta gelişmiş ülkenin döviz kuru belirleme sistemlerinde ve genel olarak ekonomilerinde revizyona gitmelerini gerekli kılmıştır. Bu dönemde, gelişmiş

⁹⁸ Seyidoğlu, a.g.e., s. 89.

ülkelerde döviz kuru, piyasa mekanizması tarafından belirlenmeye başlanmış, gelişmekte olan ülkelerde de kur, parasal otoriteler tarafından belirlenir hale gelmiştir. 1980’li yıllar itibariyle gelişmekte olan ülkeler sabit kurlardan daha esnek kurlara doğru geçiş yapmaya başlamışlar ve bazı ülkeler, sabit kur sistemlerini enflasyonla mücadelede önemli bir araç olarak kullanmışlardır.⁹⁹

Döviz kurlarının en önemli özelliği, döviz piyasalarında arz ve talebin dengede kalmasını sağlayan piyasa fiyatları olmasıdır. Uzun dönemde döviz kurunu belirleyen en önemli iki faktör ise; ülkelerin göreceli fiyatlar düzeyi ve bu ülkelerin birbirlerine olan ihracat ve ithalat talebidir. Örneğin; bir ülke ithal ettiğiinden daha çok ihraç ettiği takdirde bu ülkenin parasına olan talep artmaktadır.¹⁰⁰

Döviz kurlarını uzun vadede belirleyen faktörler arasında, göreceli fiyat düzeylerindeki değişimler de yer almaktadır. Bu görüş, “satın alma gücü paritesini (theory of purchasing power parity, PPP)” esas almaktadır.¹⁰¹ Satın alma gücü paritesine göre; döviz kurundaki değişimler, göreceli fiyat hareketlerini yansıtmaktadır. Örneğin; Türkiye’deki enflasyon oranı, İngiltere’deki enflasyon oranından % 10 daha yüksek ise, nominal kur % 10 artacaktır.

Satın alma gücü paritesi, tek bir malın değil, bir ülkedeki tüm malların genel fiyat seviyesini esas almaktadır. Yani; yabancı ya da yurt içi genel fiyat seviyesinin biri ya da ikisi birden değiştiği takdirde, döviz kuru da bu farkı ortadan kaldıracak şekilde değişecektir. Uzun dönemde döviz kurlarını oldukça iyi açıklayan bu teori, kısa dönemde döviz kurları göreceli enflasyon hareketleriyle açıklanamayacak kadar değişken olduğundan dolayı, kısa dönemli hareketleri çok iyi açıklamamaktadır.

Döviz kurlarının uzun vadede belirlenmesi sürecini belirleyen diğer faktörlerden biri de, yerli ve yabancı mal ve hizmetlere olan göreceli talebin o ülkenin ödemeler dengesine yaptığı etkidir. Bu bağlamda, bir ülke ithal ettiğiinden

⁹⁹ Yakup Ergincan, **Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri: Portföy Yönetiminde Kullanımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, SPK Yayınları, Yayın No: 33, Ankara, 1996, s. 31.

¹⁰⁰ Ümit Erol, **Vadeli İşlem Piyasaları: Teorik ve Pratik**, İMKB Yayınları, İstanbul, 1999, s. 55.

¹⁰¹ **Vadeli İşlem Borsaları İçin Temel Rehber: Futures ve Options**, İzmir Ticaret Borsası Yayınları, Yayın no: 51, İzmir, 1993, s. 71.

daha çok ihraç ettiği takdirde, o ülkenin parasına talep artacağından, ülkenin parası değer kazanacaktır. Ters durumda ise, ülke parası değer kaybetmiş olacaktır. Bazı durumlarda ise; ülkenin parası o kadar pahalı hale gelebilmektedir ki, ülke malları dış piyasada rekabet edemeyecek kadar yüksek seviyeye gelmesiyle birlikte, bu durum ödemeler dengesinde ihracat kaleminde düşüşe ve o ülkenin parasına olan talebin de azalmasına neden olmaktadır. Ticaret açığı olan ülke ise, devalüasyon yaparak parasının değerini düşürmektedir.¹⁰²

Sonuç olarak bilinmektedir ki; ekonomik, politik ve sosyal faktörler, döviz kurlarını olumlu ya da olumsuz olarak etkilemektedir. Eğer yatırımcılar, gelecekte döviz kurlarının artacağı beklentisi içerisinde iseler, bu beklenti ülke parasının değer kaybetmesine sebep olacaktır. Beklentileri oluşturan ise, ülkedeki ekonomik ve politik durumdur. Yatırımcılar, riski az olan varlıkları ellerinde tutmak isterler ve dolayısıyla da ekonomisi istikrarlı olan ülkelerin paraları daha değerli olacaktır. Çeşitli hükümet politikaları da, beklentiler üzerinde etkili olmakta ve dolayısıyla bu da döviz kurlarını etkilemektedir.

2.2.3. DÖVİZ KURU RİSKİ

Döviz kuru riski; bir ülke parasının, yabancı ülke paraları karşısındaki değerinin değişmesi sebebi ile karşılaşılan riski ifade etmektedir.¹⁰³ Bu bağlamda, döviz kuru değerinde yaşanan değişiklikler sonucunda varlıklar ve/veya yükümlülüklerde meydana gelebilecek olumlu ya da olumsuz değişiklikler, “döviz kuru riski” olarak tanımlanmaktadır.

Döviz kuru değişiklikleri, gerek yabancı para cinsinden olan finansal varlıkların reel getirileri üzerinde ve gerekse de mal ithalatından elde edilecek kâr ve maliyetler üzerinde etki yaratmaktadır. Finans literatüründe döviz kuru riskinin

¹⁰² Turhan Korkmaz, **Hisse Senedi Opsiyonları**, Ekin Kitabevi, Bursa, 1999, s. 61.

¹⁰³ Nurcan, a.g.e., s. 8.

etkileri; geleneksel olarak faaliyet etkisi, işlem etkisi ve muhasebe etkisi başlıkları altında incelenebilmektedir.¹⁰⁴

Döviz kurları sürekli olarak değiştiği için ve ayrıca kur oluşumunun karmaşık olması nedeniyle, gelecekteki kurların düzeyini tahmin etmek oldukça zor ve maliyetlidir. Bu sebeplerden dolayı da, kur riskine maruz olan kuruluşlar için bu riski yönetmek önem arz etmekte ve önlem alma yoluna gitmektedirler. Bu kapsamda alınabilecek önlemlerin başında ise, dövizde dayalı vadeli işlem sözleşmeleri (futures, forward, opsiyon ve swap) gelmektedir.

2.3. DÖVİZE DAYALI VADELİ İŞLEM KONTRATLARI KAVRAMININ ANALİZİ

2.3.1. DÖVİZE DAYALI VADELİ İŞLEM KONTRATLARI KAVRAMININ TANIMI

Genel çerçevede vadeli işlem sözleşmeleri, önceki anlatımlarda da yer verildiği üzere; ileri bir tarihte, önceden belirlenen fiyat, miktar ya da nitelikteki ekonomik ya da finansal göstereyi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ya da döviz alması veya satması yükümlülüğü getiren ve organize piyasalarda işlem gören sözleşmeler olarak tanımlamak söz konusudur. Dövizde dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde ise bu bağlamda, ileri bir tarihte alınan ve satılan dayanak varlık, iki ülke para birimi arasındaki oranı ifade etmektedir.¹⁰⁵

Döviz vadeli işlem sözleşmeleri; kur değeri anlaşmanın yapıldığı tarihte belirlenen başka bir döviz karşılığında belirli bir dövizin belirlenmiş sabit bir miktarını ileri bir tarihte teslim etme yükümlülüğü getiren anlaşmalardır.¹⁰⁶

¹⁰⁴ Kerem Özşahin, **Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği**, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 1999, s. 32.

¹⁰⁵ Tolga Uysal, **Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Üye Temsilcisi Eğitimi Ders Notları**, İstanbul, 2011, s. 21.

¹⁰⁶ Alpan, a.g.e., s. 19.

Döviz vadeli işlem sözleşmelerinde ayrıca; alıcı, borsa tarafından önceden belirlenmiş olan standart sözleşme koşullarına uygun olarak, sözleşmede söz konusu edilen miktardaki bir döviz, sözleşme vadesi olarak belirlenen tarihte alma yükümlülüğü altına girmektedir. Aynı sözleşme koşulları çerçevesinde satıcı ise; yine borsa tarafından önceden belirlenmiş olan ve sözleşmede belirtilen standart koşullar çerçevesinde, sözleşmede belirtilen miktardaki döviz önceden belirlenmiş olan tarihte satma yükümlülüğü altına girmektedir.¹⁰⁷

Bu çerçevede de dövize dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde; uzun pozisyon alan ya da sözleşme satın alan taraf / yatırımcı, sözleşme fiyatı arttıkça kâr, kısa pozisyon alan ya da sözleşme satan taraf ise, sözleşme fiyatı azaldıkça kâr edecektir.

VOB'ta, ABD Doları ya da Euro'nun fiziken teslimatı söz konusu olmamakta; vade sonunda, o günkü spot döviz kuru ve sözleşme fiyatı arasındaki fark, kâr ya da zarar olarak yatırımcı hesaplarına yansıtılmaktadır.

Döviz vadeli işlem sözleşmelerinin bir diğer özelliği de; kredi riskini yok edecek şekilde, takas kurumunun olmasıdır ve bu çerçevede taraflar, birbirlerine karşı değil, takas kurumuna karşı sorumludur.

2.3.2. DÖVİZE DAYALI VADELİ İŞLEM KONTRATLARI KAVRAMININ GELİŞİMİ

Önceki anlatımlarda da yer verildiği üzere, özellikle İkinci Dünya Savaşı sonrasında uluslararası piyasalarda ödemelerle ilgili zorluklar yaşanmaya başlanması ve Bretton Woods Anlaşması'nın iptali ile birlikte, döviz kurları da belirli aralıklarla serbest bırakılmaya başlanmış ve bu gelişmelerin neticesinde de, uluslararası piyasalarda sabit kur rejiminden dalgalı kur rejimine geçilmesi söz konusu olmuştur.

Sabit döviz kuru; bir ülke parasının, başka bir ülke parasına göre sabitlendiği döviz kurunu ifade etmek adına kullanılmaktadır. Dalgalanabilir ya da dalgalı döviz kuru ise; özel sektörün paralara karşı arz ve taleplerini yansıtmak adına, paraların

¹⁰⁷ Alpan, a.g.e., s. 20.

değerinin serbestçe değişmesine olanak sağlayan döviz kuru rejimini ifade etmektedir.¹⁰⁸

Döviz vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü ilk borsa, 1972 yılında ABD’de Chicago Mal Borsası bünyesinde kurulan ve günümüzde de halen döviz futures sözleşmelerinin işlem gördüğü en önemli organize piyasalardan birisi olarak kabul edilen “Uluslararası Para Piyasası (International Money Market – IMM)”dır.¹⁰⁹

IMM 1976 yılı itibariyle, ilk olarak kısa dönem finansal enstrümanı olan, 90 günlük hazine bonusu futures kontratını tanıtmıştır ve söz konusu bu kontrat, birkaç yıl içerisinde bu borsada en aktif işlem gören kontratlardan biri olma niteliğine sahip olmuştur. Günümüzde ise halen IMM’de; Avusturya Doları, İngiliz Pound’u, Kabada Doları, Rus Rublesi ve Euro gibi birçok yabancı para üzerinden vadeli işlem sözleşmelerinin işlem görmesi söz konusudur.

IMM’yi, 1985 yılından itibaren New York Pamuk Borsası tarafından kurulmuş olan Finansal Araçlar Borsası (Finex) ve Philadelphia Borsası izlemiştir. Günümüzde ise, söz konusu edilen bu borsalar dışında döviz vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü ve Meksika, Kore ve Brezilya gibi dünyanın birçok ülkesinde faaliyet gösteren borsanın varlığından bahsetmek olasıdır.¹¹⁰

Ülkemizde ise Döviz Vadeli İşlem Borsası ile ilgili çalışmalar, 4 Temmuz 2002 yılında borsanın kurulması ile başlamış, 4. Şubat 2005 tarihinde ise döviz vadeli işlem sözleşmelerinin işlem görmesi söz konusu olmuştur. Bu borsada, ABD Doları’na ve Euro’ya endeksli olmak üzere, iki tip döviz vadeli işlem sözleşmesi işlem görmektedir.

¹⁰⁸ Yılmaz, a.g.e., s. 52.

¹⁰⁹ a.g.e., s. 53.

¹¹⁰ Kerem Önde, **Döviz, Emtia ve Hisse Senedi Vadeli İşlem Sözleşmeleri, VOB Üye Temsilcisi Eğitimi Ders Notları**, İstanbul, 2011, s. 9.

2.3.3. DÖVİZE DAYALI VADELİ İŞLEM KONTRATLARI KAVRAMININ AVANTAJLARI

Döviz dayalı vadeli işlem sözleşmeleri; korunma, arbitraj ve yatırım amaçlı olarak kullanılabilir. Bu bağlamda döviz dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin; gelecekteki döviz kurlarının önceden sabitlenmesi, düşük işlem maliyetleri, piyasa derinliğinin artması, daha az yatırımla pozisyon alabilme ve rekabet avantajı sağlama gibi birçok faydayı içermektedir.¹¹¹

Döviz dayalı vadeli işlem sözleşmeleri; yatırım amaçlı olarak kullanıldığında da kâr sağlayan bir işlem aracı olarak değerlendirilmektedir. Çünkü bu sözleşmeler sayesinde yatırımcılar, geleceğe yönelik kur beklentileri doğrultusunda pozisyon alabilmekte ve yüksek kazançlar elde edebilmektedirler.¹¹² Bununla birlikte döviz dayalı vadeli işlem sözleşmeleri; yatırımcıların sözleşmenin bir vadesinde uzun, diğer vadesinde kısa pozisyon almalarına da olanak sağlaması bakımından, yatırım riskinin de en aza indirilmesini sağlayabilmektedir.

Haricinde döviz vadeli işlem sözleşmeleri; diğer yatırım araçlarından farklı olarak, daha az ilk yatırım gerektirmekte ve sadece, fiyatların yükseleceği beklentisi değil, düşmesi beklentisi ile de yatırım yapılmasına olanak sağlamaktadır.

Döviz vadeli işlem sözleşmesinin alınması (satılması), spot piyasadaki sözleşmeye dayanak varlığı satmak suretiyle de, risksiz hale getirilebilmektedir. Bu çerçevede, aynı anda bir ürünü düşük fiyattan alıp, yüksek fiyattan satma olarak tanımlanan arbitraj işlemi de, döviz vadeli işlem sözleşmelerinin kullanım amaçları arasında yer almaktadır. Aynı doğrultuda, coğrafi olarak farklılık gösteren piyasalar arasında, aynı dövizin farklı fiyatlandırılması ya da dolaylı olarak çapraz kurlardan elde edilen fiyatın piyasa fiyatından farklı olması halinde de, “çapraz kur arbitraj”¹¹³ olanağı orta çıkmaktadır.

¹¹¹ Yılmaz, a.g.e., s. 54.

¹¹² **VOB Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri Kullanım Kılavuzu**, VOB Yatırımcı Rehberi, İstanbul, 2011, s. 11.

¹¹³ a.g.e., s. 55.

2.3.4. DÖVİZE DAYALI VADELİ İŞLEM KONTRATLARI KAVRAMININ ÖZELLİKLERİ

Vadeli işlem sözleşmesinin büyüklüğü, fiyat adımları işlem görme süreleri, vade sonu tarihleri, teslimat şekli ve süresi ve teslimatı yapılacak olan malın özellikleri gibi birtakım unsurlar, borsalar tarafından standartlaştırılmış bir şekilde belirlenmekte ve ilan edilmektedir. Bu çerçevede de borsa yeni bir sözleşme geliştirirken; dayanak varlık, sözleşme büyüklüğü, vade ayları ve uzlaşma fiyatı gibi birtakım detayları belirlemek durumundadır.

2.3.4.1. KONTRATA KONU OLAN ÜRÜN / MENKUL KIYMET / FİNANSAL GÖSTERGE

Vadeli işlem sözleşmesinin düzenlendiği varlıklar pamuk, hisse senedi, endeks ve döviz gibi ürünlerken; özel anlamda döviz dayalı vadeli işlem sözleşmelerine konu olan ürünlerse ABD Doları, Euro, İngiliz Sterlini, Kanada Doları ve Meksika Pezосу gibi para birimleri olabilmektedir.

Ülkemizde de, bir döviz vadeli işlem sözleşmesi işleminde alınan ve satılan unsurlar, VOB TL/Dolar ya da VOB TL/Euro döviz sözleşmeleri şeklindedir.

2.3.4.2. KONTRATIN VADESİ

Sözleşmenin vadesi, sözleşmeye konu ürünün nakit uzlaşmasının ya da fiziki takasının yapılabileceği zamanı ifade etmektedir. Bir futures sözleşmesi, teslim vadesine dayanmaktadır ve borsa teslimin ne zaman yapılacağını kesin olarak belirtmek zorundadır. Vade ayları sözleşmeden sözleşmeye farklılık göstermekte olup, işlemcilerin ihtiyaçlarına göre borsa tarafından belirlenmektedir.

Örneğin; CME’de işlem gören döviz vadeli işlem sözleşmeleri için standart vadeler, Mart / Haziran / Eylül ve Aralık ayı ve vade bitim tarihi ise, bu ayların üçüncü Çarşamba günü olarak belirlenmiştir. BM&F (Brazilian Merchantile and Futrues Exchange) de ise, vade ayları yılın on iki ayıdır. Ülkemizde ise döviz vadeli

işlem sözleşmeleri için standart vadeler; Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık ayı olarak belirlenmiştir.¹¹⁴

2.3.4.3. SON İŞLEM GÜNÜ

Vadeli işlem sözleşmesinin son işlem günü, vade bitim tarihinden önce işlem yapılabilen son işlem günüdür. Ülkemizde döviz vadeli işlem sözleşmeleri için son işlem günü, her vade ayının son işgünüdür.¹¹⁵

CME bünyesinde işlem gören döviz vadeli işlem sözleşmeleri için son işlem günü ise; sözleşme vadesinin bittiği ayın üçüncü Çarşamba gününden iki işgünü önceki işgününe denk gelen süredir. Kanada Doları'nda ise, istisna olarak bu gün üçüncü Çarşamba gününden bir önceki işgünüdür.¹¹⁶

2.3.4.4. KONTRAT BÜYÜKLÜĞÜ

Kontrat büyüklüğü; sözleşmeye konu ürünün borsa tarafından standartlaştırılmış minimum işlem miktarını ifade etmektedir ki; özünde bu karar, borsa için önemli bir karardır. Eğer sözleşme büyüklüğü çok yüksek olursa, riskten korunmak isteyen birçok yatırımcı ya da küçük pozisyon almak isteyen yatırımcılar için bu durum bir handikap olacaktır Diğer taraftan; sözleşme büyüklüğünün çok küçük olması halinde de, her kontrata bağlı maliyet riski olacağından işlem yapmak pahalı olacaktır.¹¹⁷

2.3.4.5. UZLAŞMA ŞEKLİ

Vade sonunda, teslimatın fiziki ya da nakit uzlaşma yöntemlerinden hangisi ile yapılacağını ifade etmektedir. Bu çerçevede Ülkemizde, döviz sözleşmelerinde

¹¹⁴ Yılmaz, a.g.e., s. 56.

¹¹⁵ VOB Haber Bülteni, VOB Yayınları, İstanbul, Ocak 2010, s. 35.

¹¹⁶ a.g.e., s. 57.

¹¹⁷ Vadeli İşlemler Borsası Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, VOB Yayınları, İstanbul, 2010, s. 106.

genellikle nakdi uzlaşma yöntemi kullanılmakta iken; CME’de işlem gören sözleşmelerde fiziksel teslimat yöntemi de kullanılmaktadır.¹¹⁸

2.3.4.6. MİNİMUM FİYAT ADIMLARI

Vadeli işlem sözleşmesinde, sözleşme fiyatında gerçekleşebilecek en küçük fiyat hareketini ifade etmektedir. Örneğin; Türkiye’de minimum fiyat adımının değeri 0,005 TL’ye karşılık gelmektedir. Sözleşme büyüklüğü cinsinden minimum fiyat hareketinin karşılık geldiği değer ise, $(1000 \times 0,0005) 0,5$ TL’dir.¹¹⁹

2.3.4.7. FİYAT HAREKET SINIRI

Ülkemizde bu oran; + / - % 10 olarak belirlenmiş olup, bir gün içerisinde fiyatların azami % 10 hareket edebileceğini göstermektedir. Örneğin; bir önceki kapanış fiyatı 1,5000 TL ise üst sınır 1,6500 TL, alt sınır ise 1,3500 TL olacaktır.¹²⁰

2.3.4.8. GÜNLÜK UZLAŞMA FİYATI

Her gün sonunda belirlenen yöntem çerçevesinde hesaplanan teminatların güncelleştirilmesi ve kâr ve zararların hesaplanmasında kullanılacak fiyatı ifade etmektedir. VOB’ ta seans sonunda günlük uzlaşma fiyatı hesaplanırken, seans sona ermeden önceki son 10 dakika içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin miktarlarına göre, ağırlıklı fiyatların ortalaması günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenmektedir.¹²¹

Eğer son 10 dakika içerisinde 10’dan az işlem yapıldıysa, seans içerisinde geriye dönük olarak bulunan son 10 işlemin ağırlıklı fiyatlarının ortalaması alınmaktadır.

¹¹⁸ Vadeli İşlemler Borsası Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, s. 106.

¹¹⁹ Yılmaz, a.g.e., s. 60.

¹²⁰ a.g.e., s. 61.

¹²¹ Vadeli İşlemler Borsası Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, s. 109.

Tüm bu yöntemlere göre uzlaşma fiyatının hesaplanamaması durumunda ise; seans içerisinde gerçekleştirilen tüm işlemlerin;¹²²

- Ağırlıklı fiyatlarının ortalaması;
- Bir önceki günün uzlaşma fiyatı;
- Seans sonundaki en iyi alış ve satış kotasyonlarının ortalaması;
- Sözleşmenin vadesine kadar olan süre içinde geçerli olan ve borsa tarafından belirlenen faiz oranı,

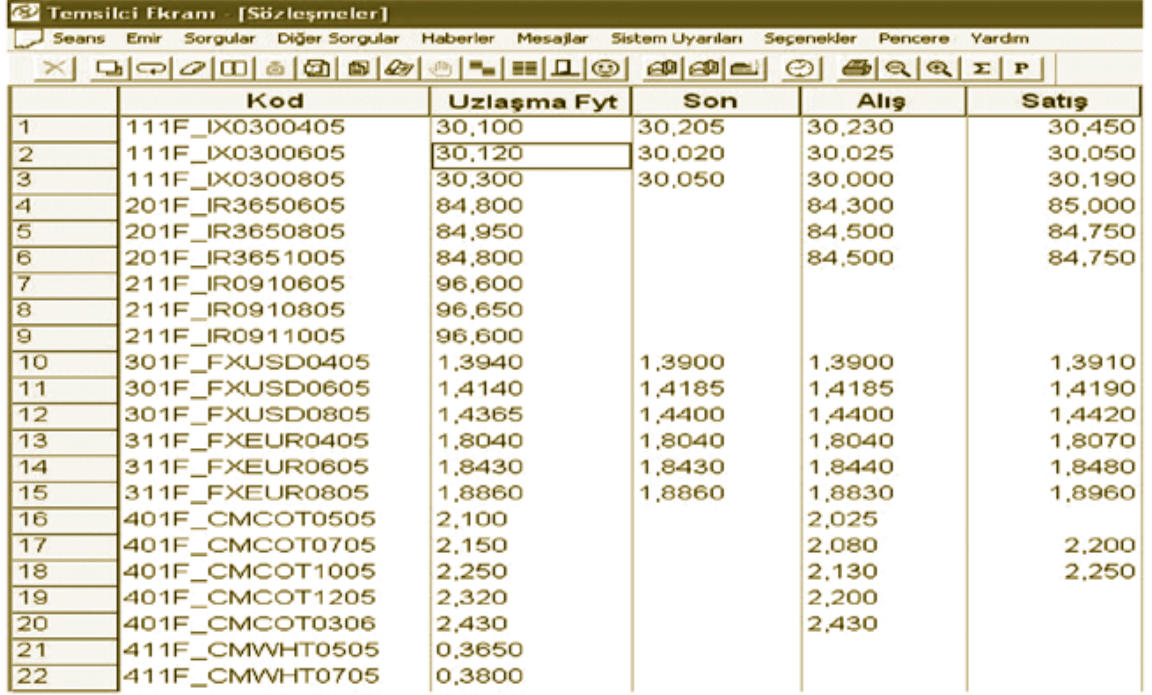
dayanak varlığın spot fiyatı ya da sözleşmenin diğer vade ayları için geçerli olan günlük uzlaşma fiyatı kullanılarak hesaplanabilmektedir.

T.C. Merkez Bankası'nın son işlem günü saat 15.30 itibariyle açıklayacağı gösterge niteliğindeki satış kuru ise, vade sonu uzlaşma fiyatıdır.

¹²² Vadeli İşlemler Borsası Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, s. 111.

2.3.4.9. FİYATLARIN OKUNMASI

Tablo 2.1. VOB Temsilci Ekranı



	Kod	Uzlaşma Fyt	Son	Alış	Satış
1	111F_IX0300405	30,100	30,205	30,230	30,450
2	111F_IX0300605	30,120	30,020	30,025	30,050
3	111F_IX0300805	30,300	30,050	30,000	30,190
4	201F_IR3650605	84,800		84,300	85,000
5	201F_IR3650805	84,950		84,500	84,750
6	201F_IR3651005	84,800		84,500	84,750
7	211F_IR0910605	96,600			
8	211F_IR0910805	96,650			
9	211F_IR0911005	96,600			
10	301F_FXUSD0405	1,3940	1,3900	1,3900	1,3910
11	301F_FXUSD0605	1,4140	1,4185	1,4185	1,4190
12	301F_FXUSD0805	1,4365	1,4400	1,4400	1,4420
13	311F_FXEUR0405	1,8040	1,8040	1,8040	1,8070
14	311F_FXEUR0605	1,8430	1,8430	1,8440	1,8480
15	311F_FXEUR0805	1,8860	1,8860	1,8830	1,8960
16	401F_CMCOT0505	2,100		2,025	
17	401F_CMCOT0705	2,150		2,080	2,200
18	401F_CMCOT1005	2,250		2,130	2,250
19	401F_CMCOT1205	2,320		2,200	
20	401F_CMCOT0306	2,430		2,430	
21	411F_CMWHT0505	0,3650			
22	411F_CMWHT0705	0,3800			

(Kaynak: VOB Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri Kullanım Kılavuzu, VOB Yatırımcı 2011, s. 18).

Yukarıdaki tablo, VOB'un sayfasından alınmış tipik bir VOB bilgi ekranını göstermektedir. Burada 301F_FXUSD0405 kodu, spesifik bir sözleşmeyi temsil etmektedir. FXUSUD; sözleşmenin dayanak varlığı olan Dolar'ı, takip eden 4 hane ise sözleşmenin ay ve yıl olarak vadesini göstermektedir. Tabloda verilen sözleşmenin vadesi, Nisan 2005'tir.

Sistemdeki tüm sözleşmeler, her sözleşme tipi için ayrı olacak şekilde, 3 haneli numarayla takip edilmektedir. Sözleşme tipi, vade ayı dışında herhangi bir sözleşmenin asgari unsurlarını taşıyan birimdir.

2.3.5. DÖVİZE DAYALI VADELİ İŞLEM KONTRATLARI KORUNMA YÖNTEMLERİ

2.3.5.1. RİSKTEN KORUNMA AMAÇLI KULLANIM

Riskten korunmak isteyen yatırımcılar (risk yöneticisi – hedger);¹²³ farklı para birimlerinde pozisyon tutan, gelecekte bu paraları kullanacak olan ve teslimatını bekleyen, fakat ilgili döviz kurunda zaman içerisinde meydana gelen olumsuz değişimlerden korunmak isteyen kişi ya da kurumları ifade etmektedir.

Kur riskine maruz kalan ve türev piyasaları kullanan yatırımcılar, bu piyasaya uzun pozisyon (alıcı) ya da kısa pozisyon (satıcı) olarak piyasaya girerler. Yabancı bir para birimi cinsinden ileride gerçekleşecek olan girdi maliyetlerinin parite değişimlerinden dolayı artmasını önlemek amacıyla, döviz vadeli işlem sözleşmesinde uzun pozisyon; elde bulunan başka bir para cinsinden olan portföyün ileride paritedeki oluşabilecek ters dalgalanmalar nedeniyle değerini korumak amacıyla, döviz vadeli işlem sözleşmesinde kısa pozisyon alınmaktadır.

Günümüzde de artan faiz oranları, döviz kurlarındaki değişimler sahip olunan pozisyona göre bir taraf açısından olumlu olurken, diğer taraf açısından olumsuz olacaktır. Dolayısıyla yatırımcılar, arzu etmedikleri fiyat değişimleri ve toplam zarar riskine karşı korunmak için vadeli işlem piyasalarında korunma amaçlı işlem yapacaklardır.

Örnek:

Bir ihracatçı, Nisan ayı başında yurtdışı firmalardan toplam 1 Milyon ABD Doları değerinde sipariş almıştır. Şirket, gönderdiği malın karşılığı olan 1 Milyon ABD Doları'nı 3 ay sonra tahsil edecektir. İhracatçının endişesi, kurların 3 ay sonra düşecek olmasıdır. Bu ihracatçı, kurların düşmesi riskine karşı vadeli piyasada ne şekilde koruma sağlayabilecektir.

¹²³ Turhan Korkmaz ve Ersin Açıkgöz, "VOB'da İşlem Gören Döviz Futures Sözleşmelerinin Değeri İle Piyasadaki Likit Döviz Miktarı Arasındaki İlişki", **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 29, Temmuz – Aralık 2007, s. 63 – 81.

VOB’da işlem gören Haziran vadeli TL/Dolar sözleşmesinin fiyatı, Nisan ayı başında 1,4000 TL’dir. İhracatçı, 1 Milyon ABD Doları değerinde (1.000 adet) Haziran vadeli sözleşme satar. İhracatçının, bu işlem nedeniyle yatırdığı toplam teminat miktarı 150.000 TL’dir ($150 \times 1.000 = 150.000$ TL). Teminatın tamamı nakit yatırılabilirdiği gibi, % 70’i döviz, hazine bonusu gibi nakde çevrilebilir kıymet olarak da yatırılmaktadır. Nakit olarak yatırılan teminatlar, her gün nemalandırılmakta ve hesaplara yansıtılmaktadır. Bu şekilde, ABD Doları’nın Haziran ayı sonundaki satış fiyatını 1,4000’de sabitlemiş olacaktır.

30 Haziran tarihinde, ABD Doları spot piyasada 1,2600 TL’den işlem görmektedir ve vade sonu olması sebebiyle, bu fiyat aynı zamanda vadeli işlem sözleşmesinin kapanış fiyatıdır. VOB’ta işlem yapamayanlar, ABD Doları’nı 1,26000 TL’den satacaklardır.

Diğer yandan VOB’ta işlem yapan ihracatçı, vadeli fiyatların 1,26000 TL’ye düşmesi nedeniyle, 0,1400 TL ($1,4000 - 1,2600 = 0,1400$ TL) kâr elde edecektir. Sahip olduğu döviz spot piyasada satacak olan ihracatçı, spot piyasada her Dolar karşılığında, 1,2600 TL alacak, ancak vadeli işlem piyasasındaki 0,1400 TL’lik kazancı sayesinde, Dolar satış kurunu 1,400 TL’de sabitlemiş olacaktır. Firmanın, bu işlemler sonucunda vadeli piyasadaki kârı 140.000 TL’dir.

2.3.5.2. YATIRIM AMAÇLI KULLANIM

Döviz dayalı vadeli işlemler (DÖVİS) sayesinde yatırımcılar, geleceğe yönelik kur beklentileri doğrultusunda pozisyon alarak kazanç elde edebilmektedirler.¹²⁴ Aynı zamanda sözleşmenin bir vadesinde uzun, bir vadesinde kısa pozisyon olarak da yatırım riski azaltılabilmektedir.

¹²⁴ Salih Barışık ve Elmas Demircioğlu, “Türkiye’de Döviz Kuru Rejimi, Konvertibilite, İhracat – İthalat İlişkisi: 1980 - 2001”, **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 3, 2007, s. 71 – 84.

Örnek:

Şubat ayında, iki ay içerisinde TL/Euro kurunun yükseleceğini düşünen bir yatırımcı, VOB'da Nisan vadeli 300 adet Euro sözleşmesi satın alır (uzun pozisyon). Nisan vadeli sözleşmenin fiyatı 1,9150 TL, başlangıç teminatı ise 200 TL'dir. Yatırımcı, bu işlem için VOB'a toplam 60.000 TL başlangıç teminatı yatırır (200 TL x 300 = 60.000 TL) ve 574.500 TL'lik bir pozisyon almış olur.

Mart ayında Euro, yatırımcının beklentisi yönünde değer kazanır ve Nisan vadeli sözleşmenin fiyatı, 1,9675 TL'ye yükselir. Yatırımcı, ters işlemle (Nisan vadeli Euro sözleşmesinde kısa pozisyon olarak), pozisyonunu kapatır. Bu işlemler sonucunda yatırımcı, 15.750 TL kâr elde eder $(1,9675 - 1,9150) \times 1.000 \times 3000 = 15.150$ TL).

2.3.5.3. SPEKÜLASYON AMAÇLI KULLANIM

Kıymet fiyatının gelecek bir vadede düşeceği ya da yükseleceği beklentisiyle spot piyasada pozisyon tutmaksızın vadeli piyasada alınan pozisyonlar spekülasyon işlem sayılmaktadır.¹²⁵ Döviz kurunun hangi doğrultuda hareket edeceği konusunda ciddi belirsizliklerin bulunduğu piyasalarda, bu belirsizlikten faydalanmak isteyen yatırımcılar, piyasanın kendi tahmin ettikleri doğrultusunda hareket etmesi durumunda kaldıraç etkisinin de yardımıyla yüksek miktarda kazanç elde etme imkânına sahip olurken, piyasanın aksi yönde bir hareket göstermesi durumunda ise ciddi bir zarar ile karşılaşılırlar.

Örnek:

Elinde bulunan fonlardan maksimum getiri elde etmek isteyen bir yatırımcının elindeki fon miktarı toplamı 100.000 TL'dir. Eğer gelecek günlerde Dolar'ın yükseleceği beklentisi varsa; birinci olarak sahip olduğu fon miktarı kadar spot

¹²⁵ Nergiz N. Dinçer, **Döviz Kuru Dalgalanmalarının Asimetrik Etkileri: Türkiye Örneği**, DPT Uzmanlık Tezi, Ankara, 2005, s. 77.

piyasadan dolar olarak kurların artmasını bekleyebilir. Bununla birlikte, döviz hesabı açtırarak faiz geliri elde edebilir.

İkinci yol ise; aynı beklenti ile fonunu döviz vadeli işlem sözleşmesi olarak değerlendirebilir. Vadeli işlem piyasalarında Dolar'ın yükselmesi durumunda, yüksek kar elde edilebilir. Fakat fiyatların yatırımcının aleyhine gerçekleşmesi durumunda ise, risk yüksek olacaktır.

2.3.5.4. ARBİTRAJ AMAÇLI KULLANIM

Arbitraj fiyatı; dengesizliklerinden yararlanarak ilave maliyete katlanmaksızın, risksiz kazanç elde edilmesidir.¹²⁶ Örneğin; bir mal coğrafi olarak farklı yerlerde farklı iki fiyattan işlem görüyorsa, anılan mal ucuz yerden alınıp pahalı olan yerde satılarak arbitraj kazancı elde edilebilir.

$$(1 + rd) = (F/S) \times (1 + rf)$$

rd = Lokal faiz oranı

rf = Yabancı ülke faiz oranı

F = Future fiyat

S = Spot fiyat

Eşitliğin sol tarafı sağ tarafından az ise, yabancı para birimine yatırım yapıp lokal para birimi cinsinden borçlanılması gerektiği; sol taraf fazla ise, yabancı para cinsinden borçlanılıp yerli para birimine yatırım yapılması gerektiği anlamını taşımaktadır.

¹²⁶ Fikret Dülger ve M. Fatih Cin, "Türkiye'de Döviz Kuru Dinamiklerinin Belirlenmesinde Parasalcı Yaklaşım ve Eşbütünlüşme Yöntemiyle Sınama", **ODTÜ Gelişim Dergisi**, Cilt: 29, Sayı: 1 – 2, 2009, s. 47 – 68.

3. TÜRKİYE’DE DÖVİZ VADELİ İŞLEM KONTRATLARI

3.1. GENEL OLARAK

Türkiye’de 2005 yılı başından itibaren faaliyet gösteren Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB), özellikle finansal vadeli işlem sözleşmeleri açısından iyi bir performans göstermesi bakımından olumlu değerlendirmelerin içerisinde yer almıştır. Bu bağlamda VOB’da, işlem hacminin yaklaşık yarısının gerçekleştirildiği döviz vadeli işlem sözleşmeleri, hem finansal kurumlar hem de şirketlere kur riskinden daha etkin korunma imkânı sağlamaktadır.

Nitekim uluslar arası piyasalarda Mayıs – Haziran 2006 Dönemi’nde yaşanan dalgalanma sonucunda döviz vadeli işlem sözleşmeleri, işlem hacminde ciddi bir artış yaşanmasını sağlamıştır. Piyasaya ilişkin bir başka tespit de, VOB’da işlemlerin % 95’inin TL/Dolar vadeli sözleşmelerinde yoğunlaşmasıdır. Bunun en önemli nedeni ise, ABD ekonomisinde söz konusu olan ve hala devam eden spekülasyonlardır denilebilir.

Döviz vadeli piyasalara ilişkin bir başka husus da, gerek finansal kurumların ve gerekse de şirketlerin kur riski yönetimi amacıyla, ağırlıklı olarak tezgâh üstü piyasayı kullanıyor olmalarıdır. Buna bağlı olarak, VOB’da üyeler tarafından gerçekleştirilen işlemlerin ağırlıklı olarak spekülatif amaçlı gerçekleştirildiği söylenebilir. Bunun en önemli göstergesi ise; döviz piyasalarında dalgalanma yaşandığı ortamlarda, farklı vadelerdeki sözleşmelerde açık pozisyon sayısında ortaya çıkan değişimin dikkat çekici olmasıdır.

Konu ile ilgili ayrıntılı değerlendirmeler, aşağıda yer verilen alt başlıklar doğrultusunda ele alınacaktır.

3.2. TÜRKİYE’DE DÖVİZ VADELİ İŞLEM KONTRATLARI İLE İLGİLİ GELİŞMELER

Globalleşen ve her geçen gün daha entegre hale gelen dünya ekonomisinde, değişen rekabet koşulları karşısında faaliyet gösteren finansal kurumlar ve reel sektör şirketleri, gerek yerel ve gerek uluslararası piyasalarda ortaya çıkan gelişmeler sonucunda, başta kur riski olmak üzere, farklı nitelik ve boyutta piyasa riski ile karşı karşıya kalmaktadır. Diğer taraftan, serbest kur rejiminin uygulandığı ekonomilerde, kur riskinin sınırlandırılması ve oluşan riskin yönetilmesi, temelde riske sahip olan ekonomik birimin sorumluluğundadır.

Türkiye’de 2005 yılında SPK tarafından İMKB’de işlem gören ve reel sektörde faaliyet gösteren 225 şirkete, 2006 yılı ilk çeyreğinde ise VOB tarafından, “Risk Active” ile birlikte, İMKB’de işlem görmeyen şirketlere yönelik olarak yapılan iki ayrı anket çalışmasında, katılımcı şirketler tarafından kur riski, en önemli piyasa riski olarak ifade edilmiştir.¹²⁷

Türk şirketleri, uluslararası piyasalarda önemli bir risk çeşidi olduğu düşünülen faiz riskine ise, önem derecesi itibariyle her iki ankette de alt sıralarda yer vermiştir. Aynı anketlerde;¹²⁸ firmaların kur riskinin farkında olmakla birlikte, riskten korunmak amacıyla, daha çok bilanço içi aktif – pasif dengesinin tesisine yönelik politikalar takip ettikleri ve yüksek kapitalizasyona sahip şirketler dışında, risk yönetimi konusunda açık ve anlaşılır bir risk yönetim politikası izlenmediği belirlenmiştir.

Yine anket sonuçları doğrultusunda, firmaların;¹²⁹ Türkiye’de organize bir vadeli işlem borsasının varlığından haberdar olmalarına rağmen, tecrübe ve bilgi eksikliği, piyasada kur – faiz hareketlerinin nispeten dengeli gitmesi, tezgâh üstü

¹²⁷ Başak Bak, “Borsa Opsiyon Sözleşmesi”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 64, Sayı: 4, 2009, s. 39 – 77.

¹²⁸ Erkan Aydın, “Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmelerinden Sağlanan Gelirlerin Gelir Vergisi Kanunu Geçici Madde 67 Kapsamında Vergilendirilmesi”, **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 25, Sayı: 2, 2008, s. 363 – 384.

¹²⁹ a.g.e., s. 371.

piyasaların varlığı gibi nedenlerle, organize türev piyasaları kullanmayı tercih etmedikleri yönünde sonuçlara ulaşılmıştır.

Bütün dünyada, 1975 yılında faiz vadeli işlem sözleşmeleri, 1982 yılında ise endeks vadeli işlem sözleşmelerinin finansal piyasalarda işlem görmeye başlaması ile önemli bir işlem hacminin gerçekleşmesi söz konusu olmuştur. Bank for International Settlements (BIS) tarafından gerçekleştirilen ve 52 ülkenin merkez bankası ya da para otoritelerinin katıldığı ankete göre de; dünyada tüm finansal piyasalardaki türev ürünlerin nominal değeri, 2005 yılı sonu itibariyle yaklaşık 350 Trilyon ABD Doları'na ulaşmıştır. Bu anket doğrultusunda yine, vadeli işlem piyasası hacminin yaklaşık % 20'sinin organize borsalarda, % 80'inin ise tezgâh üstü piyasada gerçekleştiği belirlenmiştir.¹³⁰

Diğer taraftan, sözleşme tipi bazında inceleme yapıldığında görülmektedir ki; hem organize hem de tezgâh üstü piyasalarda gerçekleştirilen işlem hacmi içerisinde ilk sırayı, faiz vadeli işlem sözleşmeleri almaktadır. Çalışma konusu olan döviz vadeli işlem sözleşmelerinin organize piyasa işlem hacmi içerisindeki payı ise, sadece % 0,32 iken, bu oran tezgâh üstü piyasalarda % 12 – 13'ler seviyesinde belirlenmiştir.¹³¹ Bu açıdan bakıldığında, finansal piyasalarda başta kur riski olmak üzere, çeşitli piyasa risklerinden vadeli piyasaları kullanarak korunmak isteyen kurumlar, ağırlıklı olarak tezgâh üstü piyasaları tercih etmektedirler.

Organize piyasalarda ise; döviz vadeli işlem sözleşmelerinin en yoğun işlem gerçekleştirdikleri borsalar arasında ilk üç sırayı CME, Meksika Borsası (MexDer) ve Kore Borsası almaktadır.¹³²

Tezgâh üstü piyasalarda yapılan döviz vadeli işlem sözleşmelerinin vade yapısı incelendiğinde de, İşlemlerin % 77 – % 78 oranında bir yıldan daha kısa vadeli oldukları görülmektedir. Döviz cinsleri itibariyle değerlendirildiğinde de; tezgâh üstü

¹³⁰ Erkan, s. 372.

¹³¹ Ahmet Erol, **Finansal Kurumların Denetimine İlişkin Yasal Düzenlemeler**, TÜRMOB Yayınları, Yayın No: 102, Ankara, 2009, s. 59.

¹³² Akgüç, s. 121.

piyasada gerçekleştirilen vadeli işlemlerin % 90'ında ABD Doları, % 37'sinde ise Euro hâkim döviz cinsi kullanılmaktadır.¹³³

Tezgâh üstü piyasalarda döviz vadeli işlem sözleşmelerini kullananlar içerisinde yer alan finansal olmayan kuruluşların payı ise, Aralık 2006 tarihi itibarıyla % 20,5 olarak belirlenmiştir.¹³⁴ Başka bir ifadeyle, türev piyasalar ağırlıklı olarak bankalar ve diğer finansal kuruluşlar tarafından yoğun olarak kullanılmaktadır demek yanlış olmayacaktır.

Türkiye'de ise, vadeli piyasaların gerçek anlamdaki gelişiminin, 4 Şubat 2005 yılı itibarıyla İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) ile gerçekleştiği bilinmektedir.¹³⁵

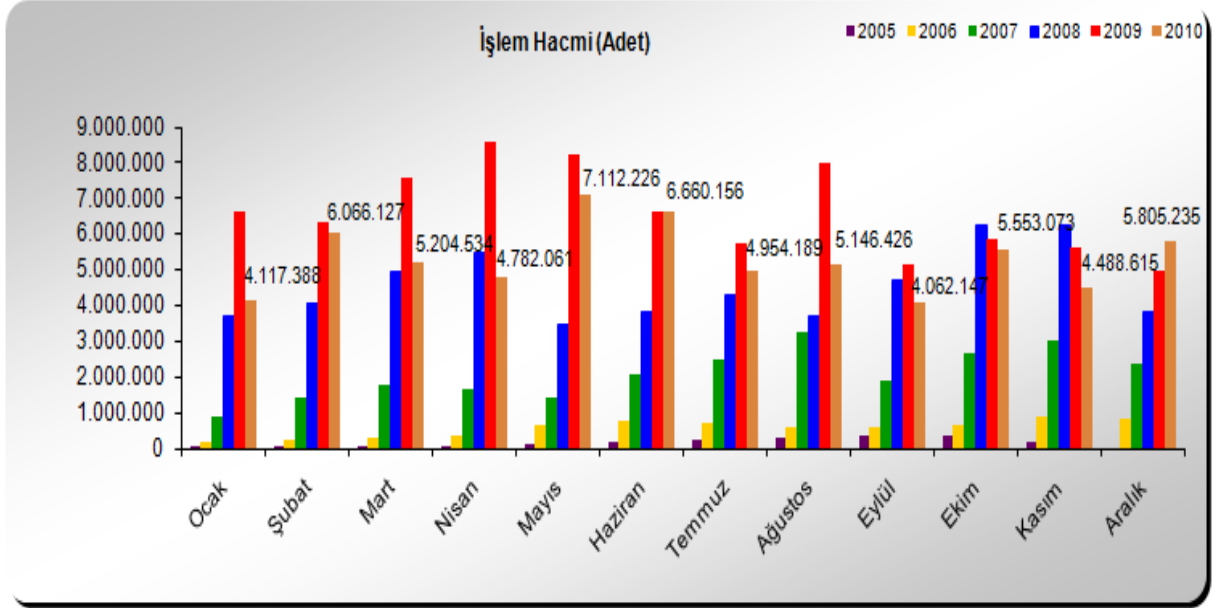
Döviz, endeks, faiz, altın, elektrik, canlı hayvan, buğday ve pamuk vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü VOB'da, işlem hacmi 2010 yılı itibarıyla aşağıdaki veriler ışığında değerlendirilebilir.

¹³³ Uysal, s. 33.

¹³⁴ VOB Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri Kullanım Kılavuzu, s. 25.

¹³⁵ "VOB Yıllık Borsa Verileri: 2010", **VOB Resmi İnternet Sitesi**, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>, Erişim: 15.11.2011.

Tablo 3.1. İşlem Hacminin ve Açık Pozisyon Sayısının Aylık Gelişimi (Adet)

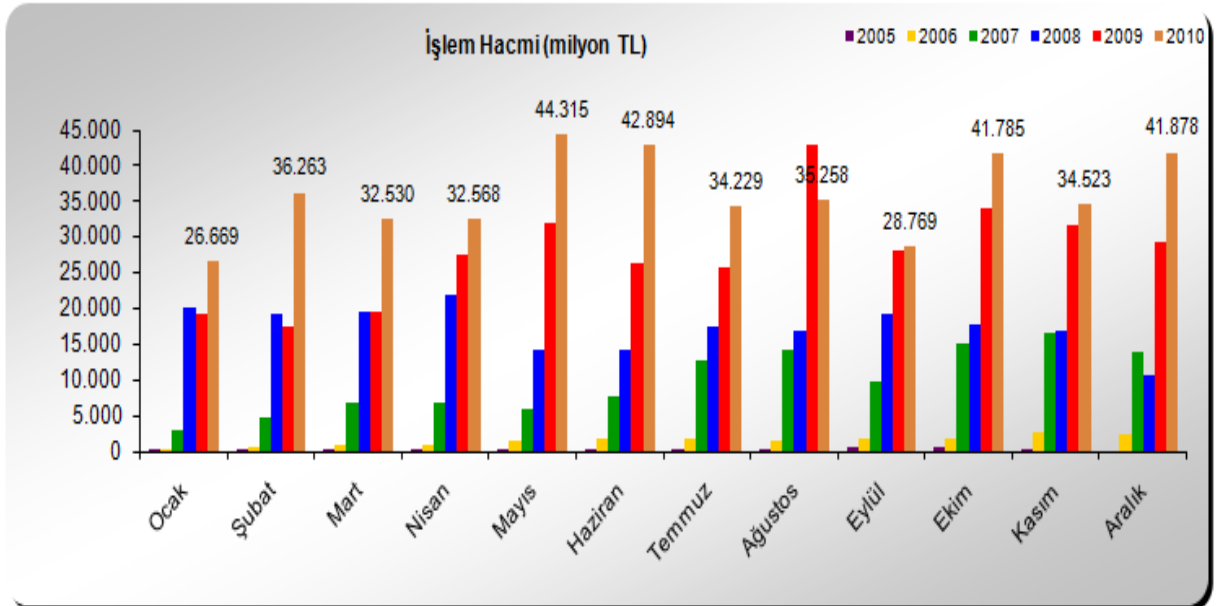


(Kaynak: “VOB Yıllık Borsa Verileri: 2010”, VOB Resmi İnternet Sitesi,

<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>, Erişim: 15.11.2011)

Tablo 3.1. doğrultusunda görülmektedir ki; 2010 yılında adet cinsinden toplam işlem hacmi, 2009 yılına göre % 19 azalarak 79.431343 adetten, 63.952.177 adede gerilemiştir.

Tablo 3.2. İşlem Hacminin ve Açık Pozisyon Sayısının Aylık Gelişimi (TL)

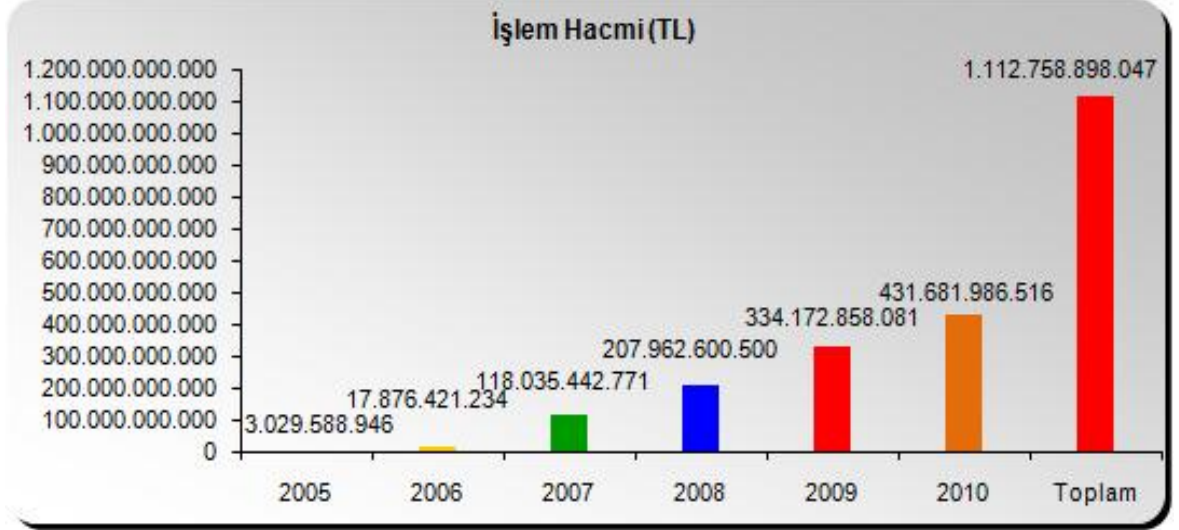


(Kaynak: “VOB Yıllık Borsa Verileri: 2010”, VOB Resmi İnternet Sitesi,

<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>, Erişim: 15.11.2011)

Tablo 3.2. doğrultusunda görülmektedir ki; 2010 yılında TL cinsinden toplam işlem hacmi, 2009 yılına göre % 29 artarak 334.172.858.081 TL'den, 431.681.986.516 TL'ye yükselmiştir.

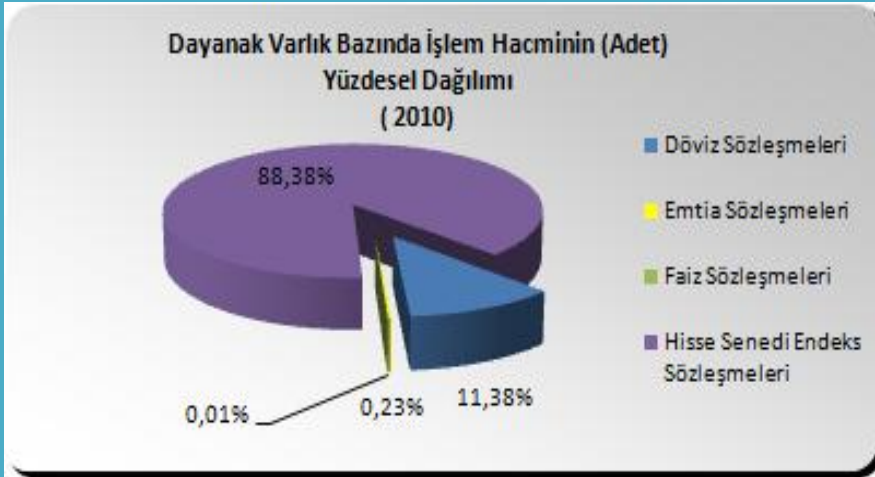
Tablo 3.3. İşlem Hacmi (TL)



(Kaynak: “VOB Yıllık Borsa Verileri: 2010”, VOB Resmi İnternet Sitesi, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>, Erişim: 15.11.2011).

Tablo 3.3. doğrultusunda görülmektedir ki; 2010 yılı işlem hacmi, 2009 yılı işlem hacminin 1,3 katına ulaşmıştır.

**Tablo 3.4. Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacmi (Adet) /
Yüzdesel Dağılım (2009 – 2010)**

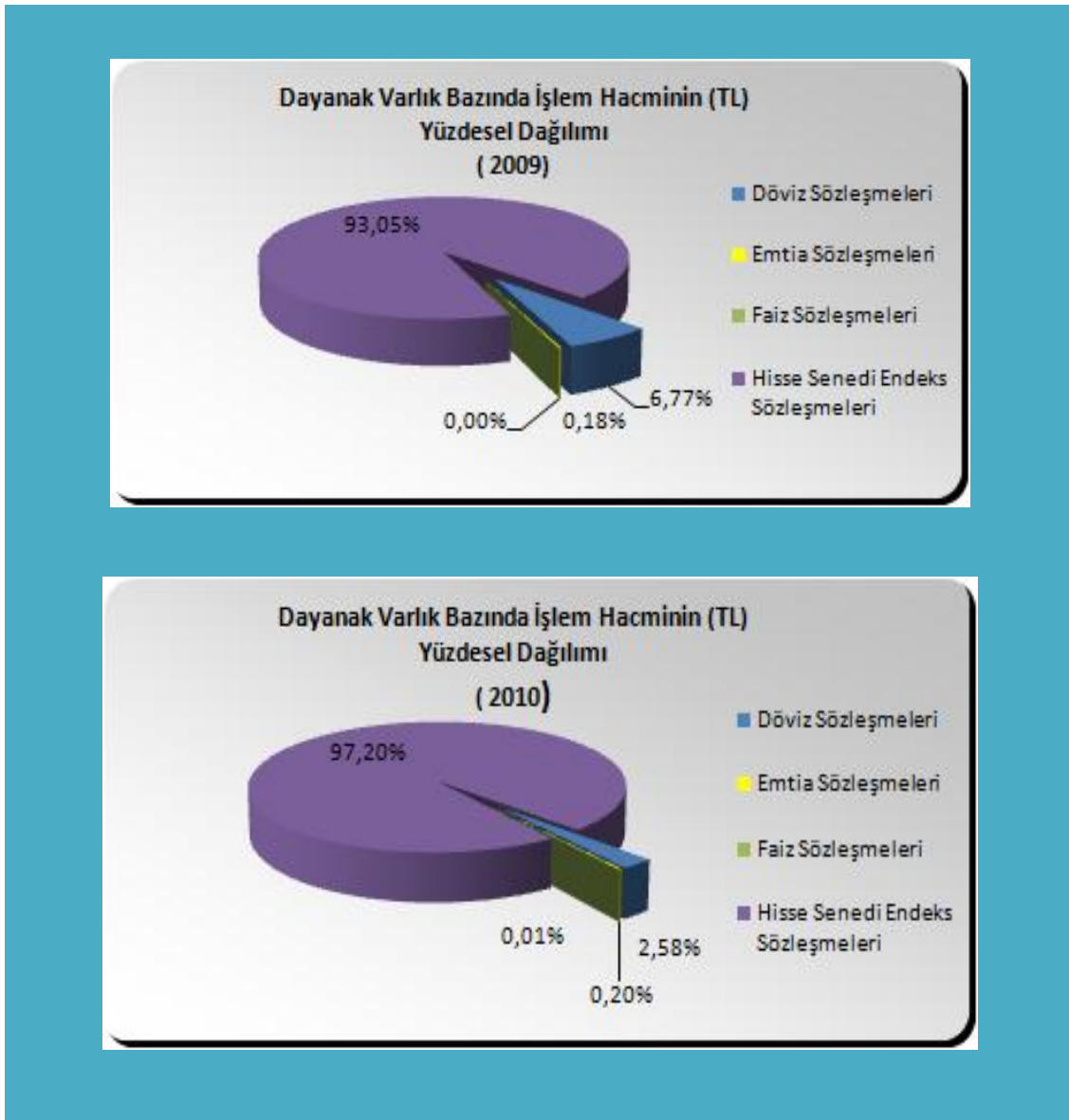


(Kaynak: “VOB Yıllık Borsa Verileri: 2010”, VOB Resmi İnternet Sitesi,
<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>, Erişim: 15.11.2011).

Tablo 3.4. doğrultusunda görülmektedir ki; 2009 yılı adet cinsinden işlem hacminin en büyük kısmını, % 82 ile endeks vadeli işlem sözleşmeleri oluşturmaktadır. 2009 yılı itibariyle döviz vadeli işlem sözleşmelerinin oranı ise, % 17, 52 olarak belirlenmiştir.

Yine Tablo 3.4. doğrultusunda; 2010 yılı adet cinsinden işlem hacminin en büyük kısmının, % 88 ile endeks vadeli işlem sözleşmelerinin oluşturduğu görülmektedir. 2010 yılı verilerine göre ise, döviz vadeli işlem sözleşmelerinin oranı % 11,38'dir. Bu oranlar, 2010 yılında döviz vadeli işlem sözleşmelerinin adet sayısının, 2009 yılına göre gerilediğini ortaya koymaktadır.

**Tablo 3.5. Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacmi (TL) /
Yüzdesele Dağılım (2009 – 2010)**



(Kaynak: "VOB Yıllık Borsa Verileri: 2010", VOB Resmi İnternet Sitesi, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>, Erişim: 15.11.2011)

Tablo 3.5. doğrultusunda görülmektedir ki; 2009 yılı TL cinsinden işlem hacminin en büyük kısmını, % 93 ile endeks vadeli işlem sözleşmeleri oluşturmaktadır. 2009 yılı itibariyle döviz vadeli işlem sözleşmelerinin oranı ise, % 6, 7 olarak belirlenmiştir.

Yine Tablo 3.5. doğrultusunda; 2010 yılı adet cinsinden işlem hacminin en büyük kısmının, % 97 ile endeks vadeli işlem sözleşmelerinin oluşturduğu görülmektedir. 2010 yılı verilerine göre ise, döviz vadeli işlem sözleşmelerinin oranı % 2,58'dir. Bu oranlar, 2010 yılında döviz vadeli işlem sözleşmelerinin adet sayısının, 2009 yılına göre gerilediğini ortaya koymaktadır.

Tablo 3.6. 2010 VOB Döviz Vadeli İşlem Sözleşmesi Verileri

Sözleşme Kodu	Vade Ayı	Uzlaşım Fiyatı	Önceki Uzlaşım Fiyatı	Fiyat Değişim (%)	Fiyat Değişim	Periyot Yüksek	Periyot Düşük	Ağırlıklı Ortalama	Miktar (Adet)	Hacim (TL)	*Açık Pozisyon	Yıllık Yüksek Açık Pozisyon
DÖVİZ SÖZLEŞMELERİ												
301F_FXUSD0210	Şubat 2010	1,5435	1,5140	1,95	0,0295	1,5615	1,4565	1,5078	644.211	971.711.974	0	
301F_FXUSD0410	Nisan 2010	1,4810	1,5280	-3,08	-0,0470	1,5945	1,4730	1,5325	813.320	1.245.006.962	0	
301F_FXUSD0610	Haziran 2010	1,5815	1,5540	1,77	0,0275	1,6195	1,4900	1,5689	1.566.059	2.456.310.797	0	
301F_FXUSD0810	Ağustos 2010	1,5280	1,5975	-4,35	-0,0695	1,6320	1,4810	1,5423	909.757	1.402.206.967	0	
301F_FXUSD1010	Ekim 2010	1,4370	1,5375	-6,54	-0,1005	1,6485	1,3960	1,4637	1.520.945	2.222.995.359	0	
301F_FXUSD1210	Aralık 2010	1,5450	1,6200	-4,63	-0,0750	1,6630	1,4015	1,4919	1.415.428	2.111.136.518	0	
301F_FXUSD0211	Şubat 2011	1,5575	1,5765	-1,21	-0,0190	1,5890	1,4020	1,5356	216.038	331.564.550	52.963	
301F_FXUSD0411	Nisan 2011	1,5695	1,4920	5,19	0,0775	1,5900	1,3900	1,5483	9.582	14.826.435	3.521	
311F_FXEUR0210	Şubat 2010	2,0960	2,1750	-3,63	-0,0790	2,1690	2,0405	2,0903	9.124	19.076.268	0	
311F_FXEUR0410	Nisan 2010	1,9710	2,2170	-11,10	-0,2460	2,2555	1,9655	2,0866	26.965	55.967.824	0	
311F_FXEUR0610	Haziran 2010	1,9385	2,2230	-12,80	-0,2845	2,2225	1,9120	1,9705	22.934	45.122.549	0	
311F_FXEUR0810	Ağustos 2010	1,9370	2,1675	-10,63	-0,2305	2,1895	1,9210	1,9828	42.363	83.897.414	0	
311F_FXEUR1010	Ekim 2010	1,9840	2,0420	-2,84	-0,0580	2,1900	1,9290	1,9763	23.333	46.118.916	0	
311F_FXEUR1210	Aralık 2010	2,0650	2,3185	-10,93	-0,2535	2,3020	1,9475	2,0095	25.912	52.116.739	0	
311F_FXEUR0211	Şubat 2011	2,0845	1,9975	4,36	0,0870	2,1950	1,9720	2,0490	11.507	23.574.564	3.505	
311F_FXEUR0411	Nisan 2011	2,0895	2,0500	1,93	0,0395	2,0990	1,9810	2,0591	9.237	19.018.857	1.158	
321F_FXEUD1210	Aralık 2010	1,3366	1,3120	1,88	0,0246	1,3385	1,3054	1,3138	3.279	6.689.279	0	
321F_FXEUD0311	Mart 2011	1,3370	1,3098	2,08	0,0272	1,3385	1,3055	1,3202	9.627	19.727.022	2.104	
P_302F_FXUSD0110	Ocak 2010	1,4925	1,5255	-2,16	-0,0330	1,4990	1,4520	1,4645	89	13.193.150	0	

P_302F_FXUSD03 10	Mart 2010	1,5310	1,5130	1,19	0,0180	1,5560	1,5270	1,541 6	3	461.400	0
P_302F_FXUSD05 10	Mayıs 2010	1,5680	1,5340	2,22	0,0340	0,0000	0,0000	0,000 0	0	0	0
P_302F_FXUSD07 10	Temmu z 2010	1,5105	1,5670	-3,61	- 0,0565	1,5580	1,5120	1,543 2	33	5.056.550	0
P_302F_FXUSD09 10	Eylül 2010	1,4740	1,6040	-8,10	- 0,1300	0,0000	0,0000	0,000 0	0	0	0
P_302F_FXUSD11 10	Kasım 2010	1,4890	1,5490	-3,87	- 0,0600	0,0000	0,0000	0,000 0	0	0	0
P_302F_FXUSD01 11	Ocak 2011	1,5360	1,6145	-4,86	- 0,0785	1,6430	1,5150	1,561 9	21	3.277.300	10
P_302F_FXUSD03 11	Mart 2011	1,5215	1,5215	0,00	0,0000	0,0000	0,0000	0,000 0	0	0	0
P_312F_FXEUR01 10	Ocak 2010	2,0980	2,2215	-5,56	- 0,1235	0,0000	0,0000	0,000 0	10	2.098.000	0
P_312F_FXEUR03 10	Mart 2010	2,0635	2,2585	-8,63	- 0,1950	2,0625	2,0625	2,062 5	20	4.126.000	0
P_312F_FXEUR05 10	Mayıs 2010	1,9245	2,1500	-10,49	- 0,2255	0,0000	0,0000	0,000 0	0	0	0
P_312F_FXEUR07 10	Temmu z 2010	1,9645	2,1050	-6,67	- 0,1405	0,0000	0,0000	0,000 0	0	0	0
P_312F_FXEUR09 10	Eylül 2010	1,9820	1,9645	0,89	0,0175	0,0000	0,0000	0,000 0	0	0	0
P_312F_FXEUR11 10	Kasım 2010	1,9720	2,0120	-1,99	- 0,0400	0,0000	0,0000	0,000 0	0	0	0
P_312F_FXEUR01 11	Ocak 2011	2,0120	2,2575	-10,87	- 0,2455	0,0000	0,0000	0,000 0	0	0	0
P_312F_FXEUR03 11	Mart 2011	2,0090	2,0090	0,00	0,0000	0,0000	0,0000	0,000 0	0	0	0
TOPLAM									7.279.79 7	11.155.281.3 90	63.261

(Kaynak: “VOB Yıllık Borsa Verileri: 2010”, VOB Resmi İnternet Sitesi,

<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>, Erişim: 15.11.2011)

VOB’da, işlem hacmi içerisinde 2005 yılı itibariyle ilk sırayı, % 77’lik bir oranlar döviz vadeli işlem sözleşmelerinin, ikinci sırayı ise % 23 ile endeks vadeli işlem sözleşmelerinin aldığı göz önünde bulundurulduğunda,¹³⁶ 2010 yılı itibariyle dengenin tamamen değiştiği,¹³⁷ döviz vadeli işlem sözleşmelerinin 2005 yılı itibariyle sahip olduğu oranın çok daha fazlasıyla, 2010 yılında endeks vadeli işlem sözleşmelerinin almaya başladığı görülmektedir. Bu durum da, artık günümüzde döviz vadeli işlem sözleşmelerinin çok fazla talep görmediği şeklinde değerlendirilebilir.

¹³⁶ “VOB Borsa Yıllık Verileri: 2005”, VOB Resmi İnternet Sitesi, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>., Erişim: 15.11.2011.

¹³⁷ “VOB Yıllık Borsa Verileri: 2010”, VOB Resmi İnternet Sitesi, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>, Erişim: 15.11.2011.

2010 yılı itibariyle, VOB'da döviz vadeli işlem sözleşmeleri için söz konusu olmaya başlayan tablonun ilk örneğinin, aslında 2006 yılı¹³⁸ itibariyle kendisini ortaya koymaya başladığı görülmektedir. Çünkü 2005 yılı için, döviz vadeli işlem sözleşmeleri ile endeks vadeli işlem sözleşmeleri adına söz konusu olan tablo, 2006 yılından itibaren tersine dönmeye başlamış ve döviz vadeli işlem sözleşmeleri % 38 ile endeks vadeli işlem sözleşmeleri ise % 61 ile yer değiştirmiştir.

Bununla birlikte 2006 yılında dönem dönem, özellikle de ABD'nin faiz artırımlarına paralel olarak, gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan mini krizin bir uzantısı şeklinde, Mayıs – Haziran – Temmuz aylarında döviz üzerine vadeli işlemlerin toplam işlem hacmi içerisinde aldığı payda ciddi bir artış ortaya çıkmaya başlamıştır.¹³⁹

VOB'ta 2005 yılı döviz vadeli işlem sözleşmesi ortalaması % 72 iken, 2006 yılı ortalaması % 39 olarak gerçekleşmiştir ki;¹⁴⁰ benzer oranların, 2009 yılı ile 2010 yılı arasında söz konusu olduğu da görülmektedir.¹⁴¹ Mayıs – Haziran – Temmuz döneminde ise, döviz vadeli işlem sözleşmelerinin toplam işlem hacmi içerisindeki payı sırasıyla % 48, % 57 ve % 58 olarak gerçekleşmiştir.

İşlem hacminde ortaya çıkan bu artış, özellikle söz konusu dalgalı dönemde VOB sözleşmelerinin piyasalardaki ciddi bir ihtiyacı karşılaması olarak yorumlanabilir.

Buna karşılık, bankaların gerçekleştirdikleri işlem hacmi pazar bazında incelendiğinde ise görülmektedir ki; genel trendin tersine, özellikle döviz vadeli işlem sözleşmelerinde bankaların aldıkları payın, ortalama % 37 olarak yüksek bir

¹³⁸ “VOB Borsa Yıllık Verileri: 2006”, **VOB Resmi İnternet Sitesi**, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>., Erişim: 15.11.2011.

¹³⁹ “VOB Borsa Yıllık Verileri: 2006”, **VOB Resmi İnternet Sitesi**, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>., Erişim: 15.11.2011.

¹⁴⁰ “VOB Borsa Yıllık Verileri: 2005”, **VOB Resmi İnternet Sitesi**, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>., Erişim: 15.11.2011.

¹⁴¹ “VOB Borsa Yıllık Verileri: 2009”, **VOB Resmi İnternet Sitesi**, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>., Erişim: 15.11.2011.

seviyede gerçekleşmesi söz konusu olmuştur. Bu tespitten hareketle de, bankaların büyük ölçüde portföylerine işlem yaptıkları düşünüldüğünde, VOB'u ağırlıklı olarak, kur riskinden korunmak amacıyla kullandıkları söylenebilir.

Organize bir piyasa olan VOB'ta bu gelişmeler yaşanırken, Türkiye'de tezgâh üstü piyasalarda gerçekleştirilen vadeli piyasa işlem hacminde de önemli gelişmeler olduğu görülmektedir. Türk Bankacılık Sektörü (TBS)'nde dünya uygulamasına paralel olarak, türev sözleşmelerin hacmi ve çeşitliliği, özellikle son dönemlerde önemi ölçüde artış göstermeye başlamıştır demek yanlış olmayacaktır.

2000 – 2002 yılları arası dönemde, türev piyasa nominal işlem hacminde yaşanan düşüş, hem bankaların mevduat vb. para toplama girişimlerine yönelik olarak yaptıkları forward sözleşmelere son vermelerinden, hem de 2001 yılında döviz kurlarında gerçekleşen aşırı yükselişten kaynaklanmıştır.¹⁴² Günümüzde ise tekrar söz konusu olmaya başlayan yükseliş ise; faiz oranlarının düşmesine bağlı olarak getirilerin azalması ile birlikte, kâr amaçlı türev ürünlere yönelik talep oluşmasının yanı sıra, banka ve banka dışı kurumların kur ve faiz riskine karşı korunma sağlamak istemeleridir.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) tarafından, Haziran 2006'da yayınlanan ve Haziran 2005 – Mayıs 2006 arasındaki dönemi değerlendiren "Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu"na göre,¹⁴³ türev işlemler konusunda en agresif grubu, % 59,4 gibi bir oranlar özel bankalar oluşturmaktadırlar. Yabancı bankaların toplam oran içerisindeki payı % 33,8 olarak belirlenmişken, kamu bankalarının ise % 6,1 orana sahip oldukları görülmektedir.

Bankaların taraf oldukları türev sözleşmelerin % 96,9 bir oran çerçevesinde ve önemli bir kısımla, tezgâh üstü piyasalarda gerçekleştirilmektedir. Ayrıca dünya

¹⁴² Mustafa Kemal Yılmaz, "Ekonomik Parametreler Çerçevesinde Döviz Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Türkiye'de Gelişimi ve Kur Riski Yöntemi Açısından Değerlendirilmesi", **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl: 22, Mayıs 2007, s. 62 – 74.

¹⁴³ **Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu**, BDDK Yayınları, İstanbul, 2006, s. 35.

uygulamasının tersine, Türkiye’de gerçekleştirilen türev sözleşmelerin tamamına yakını, faiz üzerinden değil döviz üzerinden gerçekleştirilmektedir.¹⁴⁴

Yine BDDK tarafından yayınlanan aylık raporlar incelendiğinde, döviz vadeli işlem sözleşmeleri içerisinde 2010 yılı itibariyle ilk iki sırayı, % 49 ile döviz swap ve % 21 ile de döviz forward sözleşmelerinin aldığı görülmektedir. Döviz opsiyonlarının ise, sektördeki toplam işlem hacminin yaklaşık olarak % 82’sine karşılık geldiği görülmektedir.¹⁴⁵

Faiz oranına dayalı türev sözleşmelerin ise; % 3 gibi önemli olmayan bir büyüklüğe sahip olmaları da,¹⁴⁶ türev sözleşmelerdeki artışın önemli bir kısmının, bankaların bilanço içinde taşıdıkları Yabancı Para (YB) kısa pozisyonlarını dengeleme ihtiyacı ile açıklanabilir. Bu doğrultuda da, yukarıdaki açıklamalarda da yer verildiği üzere; türev sözleşmelerin, özellikle de swap sözleşmelerin hacmi önemli ölçüde artış göstermiştir. Bankalar, ihracatçı firmalara forward sözleşmeler ile koruma sağlamaktayken, kendi taşıdıkları pozisyonları da yurtdışı bankalar ile yaptıkları karşı forward sözleşmeleri ile hedge etmektedirler.

TBS Raporu’nda, türev piyasada gerçekleştirilen nominal işlem hacmi değerinde dikkati çeken önemli bir başka nokta da, bankalar tarafından gerçekleştirilen işlemlerin % 71’inin üç aydan daha kısa vadeli olmasıdır.¹⁴⁷ Bu durum, hem ekonomik açıdan hem de şirketlerin talep ettikleri risk yönetim politikaları açısından önemli bir fikir vermektedir.

¹⁴⁴ Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu, BDDK Yayınları, İstanbul, 2011, s. 37.

¹⁴⁵ Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu, 2011, s. 37.

¹⁴⁶ Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu, 2011, s. 37.

¹⁴⁷ Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu, 2011, s. 39.

3.3. DÖVİZ VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİNİN PERFORMANSI VE EKONOMİK PARAMETRELER

Türkiye, yurtdışı kaynaklarını yoğun olarak kullanan, sermaye hareketlerinin serbest olduğu ve kısmen dolarize olmuş gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde, kur düzeyini sadece mal ve faktör ticareti değil, aynı zamanda sermaye hareketleri ve yurtiçi yerleşiklerin portföy tercihleri gibi unsurlar da etkilemektedir. Dolayısıyla da, ekonomiye hızlı sermaye girişi – çıkışı, para ikamesi – ters para ikamesi gibi süreçlerin yaşanması, ekonomik birimleri kur riskine daha hassas hale getirmekte ve kur riskinin yönetimi daha da zorlaştırmaktadır.

Dış ticaret işlem hacmi, yurtdışından borç kullanımı, bankaların ve finansal olmayan kuruluşların piyasada taşıdıkları açık ya da fazla pozisyon miktarı, bir taraftan piyasada maruz kalınan kur riskinin boyutlarını belirlemektedirken, diğer taraftan da söz konusu riskten korunmak amacıyla, vadeli piyasalarda edinilmesi gereken pozisyon tipine ve tutarına etkide bulunmaktadır.

Türkiye’de, 2001 yılından başlamak üzere döviz kurlarının piyasada serbest olarak belirlenmesi sonucu, kurlarda yaşanan hareketliliğin gösterdiği istikrarlı seyir de, döviz vadeli işlem sözleşmelerinin hacimsel gelişimine katkıda bulunmuştur denilebilir. Kurdaki yıllık volatilité 2001 yılında ulaştığı % 53’lük seviyeden sonra, 2002 yılında % 15, 2003 – 2005 yılları arasında ise ortalama % 11,5 seviyesinde seyretmiştir. Bu istikrarlı seyir, 2006 yılında yaşanan gelişmelerle kısmen bozulsa da, riskten korunma araçlarının kullanımının da etkisiyle, yıllık volatilité % 15’i aşmıştır.¹⁴⁸

Çalışmanın bu aşamasında, Türkiye’de döviz vadeli işlem sözleşmelerinin seyrini etkileyen ekonomik unsurlar üzerinde değerlendirmelerde bulunulacaktır.

¹⁴⁸ Yılmaz, s. 63.

3.3.1. DIŞ TİCARET HACMI

Firmalar tarafından, hem spot hem de vadeli piyasada dövize olan en önemli talep, uluslararası piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerden; diğer bir ifadeyle de, dış ticaret işlemlerinden kaynaklanmaktadır. Türkiye’de 2010 yılı itibariyle, ihracatın % 43’ü ABD Doları ile % 49’u ise Euro ile gerçekleştirilmiştir. İthalat ise, % 58 oranında ABD Doları ile % 38 oranında Euro ile gerçekleştirilmiştir. Netleştirme yapılmadan toplam tutar olarak bakıldığında ise; dış ticaretin % 52 oranında ABD Doları ile % 42 oranında da Euro ile gerçekleştirildiği görülmektedir.¹⁴⁹ Bu sonuçlardan hareketle, sadece dış ticaret boyutu ile yaklaşıldığında, şirketlerin piyasada ağırlıklı olarak ABD Doları cinsinden kur riskine maruz kaldıkları görülmektedir.

3.3.2. DIŞ BORÇ KULLANIMI

Kurumlar açısından bakıldığında, ekonomik açıdan piyasada döviz talebini etkileyen en önemli unsurlardan birisinin de, firmaların yurtdışından kullandıkları kredilerin ve bu kredilere karşılık olarak yabancı para olarak ödemek zorunda kalacakları dış borçların olduğu görülmektedir. Bu borçların boyutu ve döviz cinsinden kompozisyonu, şirketlerin takip edecekleri riskten korunma politikalarını yakından etkilemektedir.

Hazine Müsteşarlığı tarafından düzenli olarak yayınlanan dış borç verileri incelendiğinde, 2010 yılı içerisinde döviz cinsleri açısından dış borçların kompozisyonu içerisinde, toplam dış borç tutarının % 55’inin ABD Doları, % 32’sinin ise Euro cinsinden olduğu görülmektedir. İlgili çekici noktalardan birisi de, gerek ABD Doları ve gerekse de Euro cinsinden alınmış olan dış borçların, % 76 gibi bir oranla ve ağırlıklı olarak uzun vadeli olmasıdır.¹⁵⁰

¹⁴⁹ “Dış Ticaret Hacmi: 2010”, **TUİK Resmi İnternet Sitesi**, <http://www.tuik.gov.tr/Gosterge.do?id=3488&metod=IlgiliGosterge>, Erişim: 16.11.2011.

¹⁵⁰ “Dış Borç Verileri: Borç Stoku ve Borçlanma”, **Hazine Müsteşarlığı Resmi İnternet Sitesi**, http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Hazine%20Web/%C4%B0statistikler/Borc_Gostergeleri_Sunumu/borc_gostergeleri.pdf., Erişim: 16.11.2011.

Bu tespit, Türk Bankacılık Sektörü'nde gerçekleştirilen türev işlemlerin % 77'sinin 3 aydan daha kısa vadeli olduğu gerçeği ile birlikte düşünüldüğünde, dikkat çekici bir nitelik arz etmektedir.

Dış borçlanma konusunda üzerinde durulması gereken bir başka nokta da; bankacılık sektörü dâhil, finansal kuruluşlar dışında kalan reel sektör kuruluşlarının toplam dış borç içerisinde aldığı payın yüksek olmasıdır. Buna göre; özel sektör şirketlerinin toplam dış bor. İçinde aldığı pay 2010 yılı içerisinde % 32, 2011 yılının üçüncü çeyreğinde ise % 37 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran, aynı dönemlerde T.C. Merkez Bankası dışında, bankacılık sektörünün kullandığı dış borç rakamının nominal tutar olarak, toplamda yaklaşık 2 katına karşılık gelmektedir.¹⁵¹

Diğer taraftan, bankalar dışındaki özel kesimin kısa vadeli dış borçları, aynı dönemde % 147'lik bir artış gösterirken, özel sektörün orta – uzun vadeli dış borçlarındaki artış oranı, % 106 olarak gerçekleşmiştir.¹⁵² Bu da açık pozisyonun, reel sektör açısından daha dikkatli takip edilmesi ve kur riskinin daha etkin yönetilmesi gerektiğini ortaya çıkarmaktadır.

Bu noktada, risk yönetimi açısından Türkiye'de karşılaşılan en önemli sorun ise; bankaların kur riski ve açık pozisyonunun, BDDK tarafından düzenli olarak takip ediliyor olmasına rağmen, reel sektörde faaliyet gösteren şirketler için, İMKB'de işlem gören şirketler dışında herhangi bir düzenli raporlama yapılması yoluna gidilmemesidir.

¹⁵¹ “Dış Borç Verileri: Borç Stoku ve Borçlanma”, Hazine Müsteşarlığı Resmi İnternet Sitesi, http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Hazine%20Web/%C4%B0statistikler/Borc_Gostergeleri_Sunumu/borc_gostergeleri.pdf., Erişim: 16.11.2011.

¹⁵² “Dış Borç Verileri: Borç Stoku ve Borçlanma”, Hazine Müsteşarlığı Resmi İnternet Sitesi, http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Hazine%20Web/%C4%B0statistikler/Borc_Gostergeleri_Sunumu/borc_gostergeleri.pdf., Erişim: 16.11.2011.

Reel sektörün kullandığı dış borçlar açısından bir başka dikkat çekici nokta da, söz konusu dönemdeki dış borçların, ortalama % 70 gibi bir oranla uzun vadeli olmasıdır.¹⁵³ Bir başka ifadeyle; özel sektör şirketleri, yurtdışından kullandıkları yabancı para cinsinden krediler için, piyasada orta – uzun vadeli bir kur riski taşımaktadırlar.

VOB’da döviz vadeli işlem sözleşmesi tanımı altında işlem gören “TL/Dolar” ve “TL/Euro” sözleşmelerinin kompozisyonu incelendiğinde; organize piyasada gerçekleştirilen işlemlerin, ortalama % 94’ünün “TL/Dolar” ve % 6’sının “TL/Euro” vadeli işlem sözleşmesi oldukları görülmektedir.¹⁵⁴ Bu durum, kısmi olarak yukarıdaki anlatımlarda yer verilen tespitlerle de paralellik göstermektedir denilebilir.

Bir başka ifadeyle de şirketler; uluslararası piyasalarda daha istikrarlı bir seyir izleyen Euro’dan ziyade, ABD ekonomisinin performansına ilişkin spekülasyonlar sonucu, ABD Doları fiyatında ortaya çıkabilecek değişimlerden endişe etmekte ve ağırlıklı olarak bu döviz cinsinde pozisyon alarak, korunma pozisyonu oluşturmaya çalışmaktadır demek yanlış olmayacaktır.

İşlemlerin “TL/Euro” sözleşmesinde bir anlamda sığ kalmasının bir başka neden de; söz konusu sözleşme tipinde, piyasaya iletilen alım – satım emirleri, arasındaki fiyat farkının (spread), talep yetersizliği sonucu geniş aralıkta kalması ve işlem yapmaya uygun bir ortam ortaya çıkarmamasıdır. Bu durum, VOB günlük bültenlerinde her iki sözleşme tipinde oluşan açık pozisyon sayısından da açık bir şekilde görülmektedir.

¹⁵³ “Dış Borç Verileri: Borç Stoku ve Borçlanma”, **Hazine Müsteşarlığı Resmi İnternet Sitesi**, http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Hazine%20Web/%C4%B0statistikler/Borc_Gostergeleri_Sunumu/borc_gostergeleri.pdf, Erişim: 16.11.2011.

¹⁵⁴ “VOB Yıllık Borsa Verileri: 2010”, **VOB Resmi İnternet Sitesi**, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>, Erişim: 15.11.2011.

3.4. TÜRKİYE'DE DÖVİZ VADELİ İŞLEM KONTRATLARINDA VERGİLENDİRME

Vergi Kanunlarımızın muhtelif maddelerinde “menkul kıymet” kavramı kullanılmakla beraber, bu kavrama ilişkin herhangi bir açıklama vergi kanunlarımızda yer almamaktadır. Dolayısıyla menkul kıymet kavramını açıklamak için, Sermaye Piyasası Kanunu’na başvurmak gerekmektedir.

Ancak vadeli işlem sözleşmelerinin menkul kıymet olup olmadığı tartışmasına girmeden önce, menkul kıymetten daha geniş bir kavram olan kıymetli evrak açısından vadeli işlem sözleşmelerini değerlendirmek daha faydalı olacaktır.

Kıymetli evrak tanımı; 6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun 557 nci Maddesi’nde yapılmıştır. Bu Madde’ye göre;

“Kıymetli evrak öyle senetlerdir ki; bunlarda mündemiç olan hak senetten ayrı olarak dermeyan edilemediği gibi, başkalarına da devredilemez”.

Bu tarife göre; kıymetli evrakın üç önemli özelliği vardır;

- Kıymetli evrak bir senettir.
- Kıymetli evrakta hak senette mündemiçtir.
- Kıymetli evrakta hak ile senet birbirine bağlıdır.

Kıymetli evrakın temel özelliklerinden biri, belirtildiği üzere senet ile senette işaret edilen hak arasındaki bağıdır. Kıymetli evrakta senet hakkın bir ispat vasıtası değil, unsuru niteliğindedir.

Vadeli işlem sözleşmelerinin kıymetli evrak olup olmadıklarını tartışırken, bu sözleşmeleri iki gruba ayırarak incelemek gerekmektedir;¹⁵⁵

- **İlk gruba;** tezgah üstü piyasalarda işlem gören forward ve swap (bazen de opsiyon) sözleşmeleri girmektedir.

Forward, swap ve tezgah üstü piyasalarda işlem gören opsiyon sözleşmelerinin yapılmasında kanunla getirilmiş bir şekil şartı bulunmamaktadır. Hatta bu sözleşmeler, yazılı yapılabileceği gibi sözlü de yapılabilmektedir. Bu nedenle de bu sözleşmelerde; bir senedin varlığı bile şart değilken, bunların kıymetli evrak olarak kabul edilmeleri çok da mümkün değildir.

- **İkinci gruba ise;** borsalarda işlem gören futures ve opsiyon sözleşmeleri girmektedir.

İkinci grup içinse aynı sonuca varmak zordur. Borsada işlem gören futures ve opsiyon sözleşmeleri sıkı şekil şartlarına tabidirler. Buradaki şekil, geçerlilik şartıdır. Senet ile hak arasındaki ayrılmaz bağın da varlığını bu sözleşmelerde kabul etmek gerekir. Çünkü borsalarda alımı ve satımı yapılan, futures ve opsiyon sözleşmelerine konu olan değerler değil, sözleşmelerin kendisidir. Bu nedenlerle borsalarda işlem gören futures ve opsiyon sözleşmelerinin kıymetli evrak olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nu, sermaye piyasası araçlarını “menkul kıymetler” ve “diğer sermaye piyasası araçları” olarak iki gruba ayırmıştır. Bu iki grup, Kanun’un 3 üncü Maddesi’nin (b) bendinde şu şekilde tanımlanmıştır;

“**Menkul kıymetler:** Ortaklık ya da alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır.

¹⁵⁵ Akçaoğlu, s. 131 – 132.

Diğer sermaye piyasası araçları: Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen evraktır. Şu kadar ki; nukut ile çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları bundan müstesnadır”.

Menkul kıymetin tanımındaki özelliklere göre; vadeli işlem sözleşmeleri dönemsel gelir getirmezler, misli nitelikte değildirler ve seri halinde çıkarılmazlar. Ayrıca vadeli işlem sözleşmeleri, sadece yatırım amacıyla yapılmazlar. Riskten korunma amacı da bu sözleşmelerin yapılmasındaki en önemli nedenlerden biridir.

Bu bağlamda vadeli işlem sözleşmelerini menkul kıymet olarak kabul etmek mümkün değildir. Ayrıca Danıştay 4. Dairesi'nin 07.11.2001 Tarih ve E:2001/2853, K:2001/4151 Sayılı Kararı'nda; menkul kıymet kavramının, 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3/b Maddesi'nde; ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Sermaye Piyasası Kurumu'nca belirlenen kıymetli evrak olarak tanımlandığı dikkate alındığında; ortaklık ya da alacaklılık hakkı sağlamadığı gibi, yatırım aracı olarak da kullanılmamakta olan, dönemsel gelir getirmeyen, spesifik karakterli olup, misli niteliği haiz olmayan, seri halde çıkarılmayan ve aynı ibareleri taşımayan forward sözleşmelerinin menkul kıymet olmadığı kabul edilmektedir.

Öte yandan, 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun Sermaye Piyasası Kurulu'nun görev ve yetkilerini düzenleyen 22 nci Maddesi'nin (j) bendine göre;

“Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil, her türlü türev araçların niteliklerini, alım ve satım esaslarını, bu araçların işlem göreceği borsalar ve piyasalarda çalışacakların denetim, faaliyet ilke ve esasları ile yükümlülüklerini, teminatlar, takas ve saklama sistemi konularındaki esas ve usulleri düzenlemek, Kurul'un yetki ve görevleri arasında sayılmıştır”.

Söz konusu Madde ile her türlü türev araçların niteliklerini, alım ve satım esaslarını belirleme görevi SPK'ya verilmiştir. O halde vadeli işlem sözleşmeleri (türev araçlar) olan forward, swap, futures ve opsiyonları, şartları Kurulca belirlendiği için, diğer sermaye piyasası araçları olarak kabul etmek gerekmektedir.

3.4.1. VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİNDEN ELDE EDİLEN GELİRLERİN VERGİLENDİRİLMESİ RAPORU^{156 157}

1) GERÇEK KİŞİ (BİREYSEL) YATIRIMCILAR

A- Türkiye’de Yerleşik Bireysel Yatırımcıların Vergilendirilmesi

İkametgâhı Türkiye’de olan ya da bir takvim yılı içerisinde Türkiye’de devamlı olarak altı aydan fazla oturanlar (geçici ayrılmalar süreyi kesmez) Türkiye’de yerleşik sayılmaktadırlar. Ancak, belli ya da geçici görev veya iş için Türkiye’ye gelen yabancı iş, ilim ve fen adamları, uzmanlar, memurlar, basın ya da yayın muhabirleri ve durumları bunlara benzeyen kimselerle tahsil veya tedavi veya istirahat ya da seyahat amacıyla gelenler, tutukluluk, hükümlülük veya hastalık gibi elde olmayan sebeplerle Türkiye’de alıkonulmuş ya da kalmış kişiler, Türkiye’de yerleşik sayılmazlar.

a) Pozisyonun Tutulduğu Süre İçerisinde:

i) İşlemin ticari faaliyet kapsamında olmaksızın yapılması halinde;

• Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Vade tarihine kadar, güncelleme işlemine bağlı olarak oluşabilecek kazanç vergiye tabi değildir.

¹⁵⁶ “Vadeli İşlem Sözleşmelerinden Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesi Raporu”, **VOB Resmi İnternet Sitesi**, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/vobVergilendirmeRaporu.pdf>., Erişim: 17.11.2011.

¹⁵⁷ Vadeli İşlem Sözleşmelerinden Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesi ile ilgili düzenlemeleri içeren bilgilerin tamamı, VOB Resmi İnternet Sitesi’nden ve konu ile ilgili Rapor’dan edinilmiştir.

- Takas merkezine yatırılan nakit teminatların nemaları, % 15 stopaja tabi olup, söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir.
- **Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:**
 - Vade tarihine kadar, güncelleme işlemine bağlı olarak oluşabilecek kazanç vergiye tabi değildir.
 - Takas merkezine yatırılan nakit teminatların nemaları, % 15 stopaja tabi olup, söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir.
- ii) **İşlemin ticari faaliyet kapsamında yapılması halinde;**
 - **Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:**
 - Borsa rayici ile değerlendirme yapılır. Borsa rayici ile değerlendirme sonucunda güncelleme işlemine bağlı olarak oluşacak kazanç (ya da zarar) ticari kazançta dâhil edilir.
 - Takas merkezine yatırılan teminatların nemaları ticari kazançta dâhil edilir. Takas merkezine yatırılan nakit teminatların nemaları, % 15 stopaja tabi olup, kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak gelir vergisine mahsup edilir.
 - Elde edilen nemalar nedeniyle KDV hesaplanmaz.
 - **Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:**
 - Borsa rayici ile değerlendirme yapılır. Borsa rayici ile değerlendirme sonucunda güncelleme işlemine bağlı olarak oluşacak kazanç (ya da zarar) ticari kazançta dâhil edilir.
 - Takas merkezine yatırılan teminatların nemaları ticari kazançta dâhil edilir. Takas merkezine yatırılan nakit teminatların nemaları, % 15 stopaja tabi olup, kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak gelir vergisine mahsup edilir.
 - Elde edilen nemalar nedeniyle KDV hesaplanmaz.

b) Sözleşmenin Ters Pozisyonla Kapatılması Halinde:

i) İşlemin ticari faaliyet kapsamında olmaksızın yapılması halinde;

• Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde, 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan elde edilen kazançlar için uygulanan % 10 stopaj uygulamasına devam edilecek olup, söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir.
- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda % 0 stopaj uygulaması devam etmekte olup, söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir.
- Zarar edilmesi durumunda bu surette doğan zarar varsa, vergiye tabi diğer kazançlardan indirilemez. Ancak tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin; döviz vadeli işlem sözleşmeleri) doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç veya zarara mahsup edilebilir.

• Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan elde edilen kazançlar için uygulanan % 10 stopaj uygulaması devam edecek olup, söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir.
- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda % 0 stopaj uygulaması devam etmekte olup, söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir.
- Zarar edilmesi durumunda bu surette doğan zarar varsa, vergiye tabi diğer kazançlardan indirilemez. Ancak tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin; döviz vadeli işlem sözleşmeleri) doğan kazanç ya da zararlar

ilgili menkul kıymetin elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç veya zarara mahsup edilebilir.

ii) İşlemin ticari faaliyet kapsamında yapılması halinde;

• Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan elde edilen kazançlar için uygulanan % 10 uygulamasına devam edilecek olup, söz konusu kazanç ticari kazançta dâhil edilir.
- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlemlerden elde edilen kazançlarda % 0 stopaj uygulaması devam etmekte olup, söz konusu kazanç ticari kazançta dâhil edilir.
- Tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin; döviz vadeli işlem sözleşmeleri) doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç veya zarara mahsup edilebilir. Kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak gelir vergisine mahsup edilir.
- Zarar edilmesi halinde, söz konusu zarar ticari kazançtan indirilir.
- Elden çıkartma nedeniyle KDV hesaplanmaz.

• Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan elde edilen kazançlar için uygulanan % 10 uygulamasına devam edilecek olup10 söz konusu kazanç ticari kazançta dâhil edilir.
- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlemlerden elde edilen kazançlarda % 0 stopaj uygulaması devam etmekte olup, söz konusu kazanç ticari kazançta dâhil edilir.
- Tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin; döviz vadeli işlem sözleşmeleri) doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin elden çıkartılması

suretiyle elde edilen kazanç ya da zarara mahsup edilebilir. Kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak gelir vergisine mahsup edilir.

- Zarar edilmesi halinde, söz konusu zarar ticari kazançtan indirilir.
- Elden çıkartma nedeniyle KDV hesaplanmaz.

c) Sözleşmenin Nakdi Uzlaşma İle Sonuçlanması Halinde:

i) İşlemin ticari faaliyet kapsamında olmaksızın yapılması halinde;

• Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Anlaşma hükümleri çerçevesinde sözleşme sona erdirilir. Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan elde edilen kazançlar için uygulanan % 10 stopaj uygulamasına devam edilecek olup, söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir.
- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda % 0 stopaj uygulaması devam etmekte olup, söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir.
- Zarar edilmesi durumunda bu surette doğan zarar varsa, vergiye tabi diğer kazançlardan indirilemez. Ancak tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin; döviz vadeli işlem sözleşmeleri) doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç veya zarara mahsup edilebilir.

• Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Anlaşma hükümleri çerçevesinde sözleşme sona erdirilir. Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan elde edilen kazançlar %10 stopaja tabi olup, söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir.

- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda % 0 stopaj uygulaması devam etmekte olup, söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir.
- Zarar edilmesi durumunda bu surette doğan zarar varsa, vergiye tabi diğer kazançlardan indirilemez. Ancak tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin; döviz vadeli işlem sözleşmeleri) doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç veya zarara mahsup edilebilir.

ii) İşlemin ticari faaliyet kapsamında yapılması halinde;

• Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan nakdi uzlaşma sonucu elde edilen kazançlar için uygulanan % 10 stopaj uygulamasına devam edilecek olup, söz konusu kazanç ticari kazançta dâhil edilir. Kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak gelir vergisine mahsup edilir.
- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda % 0 stopaj uygulaması devam etmektedir.
- Tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin; döviz dayalı vadeli işlem sözleşmeleri) doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç veya zarara mahsup edilebilir.
- Zarar dogması halinde, gerçekleşen olan zarar kazançtan indirilebilecektir.
- Elde edilecek kazanç nedeniyle KDV hesaplanmaz.

- **Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:**

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan nakdi uzlaşma sonucu elde edilen kazançlar için uygulanan % 10 stopaj uygulamasına devam edilecek olup, söz konusu kazanç ticari kazançta dâhil edilir. Kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak gelir vergisine mahsup edilir.
- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda % 0 stopaj uygulaması devam etmektedir.
- Tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin; döviz vadeli işlem sözleşmeleri) doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç veya zarara mahsup edilebilir.
- Zarar dogması halinde, gerçekleşen olan zarar kazançtan indirilebilecektir.
- Elde edilecek kazanç nedeniyle KDV hesaplanmaz.

B- Türkiye’de Yerleşik Olmayan (Yabancı) Bireysel Yatırımcıların Vergilendirilmesi

İkametgâhı Türkiye’de olmayan veya bir takvim yılı içinde Türkiye’de devamlı olarak altı aydan az bir süre ile oturanlar (geçici ayrılmalar süreyi kesmez) Türkiye’de yerleşik sayılmamaktadırlar.

Ayrıca, belli veya geçici görev veya iş için Türkiye’ye gelen yabancı iş, ilim ve fen adamları, uzmanlar, memurlar, basın veya yayın muhabirleri ve durumları bunlara benzeyen kimselerle tahsil veya tedavi veya istirahat veya seyahat amacıyla gelenler, tutukluluk, hükümlülük veya hastalık gibi elde olmayan sebeplerle Türkiye’de alıkonulmuş veya kalmış kişiler de Türkiye’de yerleşik sayılmazlar.

a) Pozisyonun Tutulduğu Süre İçerisinde:

i) İşlemin ticari faaliyet kapsamında olmaksızın yapılması halinde;

• Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Vade tarihine kadar, güncelleme işlemine bağlı olarak oluşabilecek kazanç vergiye tabi değildir.
- Takas merkezine yatırılan nakit teminatların nemaları % 15 stopaja tabi olup, söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir. ÇVÖ Anlaşmaları hükümleri saklıdır.

• Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Vade tarihine kadar, güncelleme işlemine bağlı olarak oluşabilecek kazanç vergiye tabi değildir.
- Takas merkezine yatırılan nakit teminatların nemaları % 15 stopaja tabi olup, söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir. ÇVÖ Anlaşmaları hükümleri saklıdır.

ii) İşlemin ticari faaliyet kapsamında yapılması halinde;

• Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Borsa rayici ile değerlendirilir. Borsa rayici ile değerlendirilme sonucunda güncelleme işlemine bağlı olarak oluşacak kazanç (ya da zarar) ticari kazançta dâhil edilir.
- Takas merkezine yatırılan teminatların nemaları ticari kazançta dâhil edilir. Takas merkezine yatırılan nakit teminatların nemaları % 15 stopaja tabi olup, kaynaktan kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak gelir vergisine mahsup edilir.
- Elde edilen nemalar nedeniyle KDV hesaplanmaz.

- **Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:**

- Borsa rayici ile değerleme yapılır. Borsa rayici ile değerleme sonucunda g¼ncelleme işlemine bağlı olarak oluşacak kazanç (ya da zarar) ticari kazanca dâhil edilir.
- Takas merkezine yatırılan teminatların nemaları ticari kazanca dâhil edilir. Takas merkezine yatırılan nakit teminatların nemaları % 15 stopaja tabi olup, kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç ¼zerinden hesaplanacak gelir vergisine mahsup edilir.
- Elde edilen nemalar nedeniyle KDV hesaplanmaz.

b) S¼zleřmenin Ters Pozisyonla Kapatılması Halinde:

i) İşlemin ticari faaliyet kapsamında olmaksızın yapılması halinde;

- **Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:**

- Elde edilecek olan kazançlarda, hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem s¼zleřmelerinden elde edilenlerde % 0 uygulamasına devam edilecek olup, diğer vadeli işlem s¼zleřmelerinden doğan kazançlarda ise % 10 oranında stopaja tabidir. S¼z konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir. Zarar edilmesi durumunda bu surette doğan zarar, varsa vergiye tabi diğer kazançlardan indirilemez.

- **Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:**

- Elde edilecek olan kazançlarda, hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem s¼zleřmelerinden elde edilenlerde % 0 uygulamasına devam edilecek olup, diğer vadeli işlem s¼zleřmelerinden doğan kazançlarda ise % 10 oranında stopaja tabidir. S¼z konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir. Zarar edilmesi durumunda bu surette doğan zarar, varsa vergiye tabi diğer kazançlardan indirilemez.

iii) İşlemin ticari faaliyet kapsamında yapılması halinde;

• Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan elde edilen kazançlarda % 0 uygulaması sona ermiş olup, % 10 oranında stopaj uygulanacaktır. Söz konusu kazanç ticari kazançta dâhil edilir.
- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda % 0 stopaj uygulaması devam etmekte olup, söz konusu kazanç ticari kazançta dâhil edilir.
- Tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin; hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri) doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin (örneğin, hisse senedi) elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç ya da zarara mahsup edilebilir. Kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak gelir vergisine mahsup edilir.
- Zarar edilmesi halinde, söz konusu zarar ticari kazançtan indirilir.
- Elden çıkartma nedeniyle KDV hesaplanmaz.

• Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan elde edilen kazançlarda % 0 uygulaması sona ermiş olup, % 10 oranında stopaj uygulanacaktır. Söz konusu kazanç ticari kazançta dâhil edilir.
- Hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda % 0 stopaj uygulaması devam etmekte olup, söz konusu kazanç ticari kazançta dâhil edilir.
- Tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin; hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri) doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin (örneğin, hisse senedi) elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç ya da zarara mahsup edilebilir. Kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak gelir vergisine mahsup edilir.

- Zarar edilmesi halinde, söz konusu zarar ticari kazançtan indirilir.
- Elden çıkartma nedeniyle KDV hesaplanmaz.

c) Sözleşmenin Nakdi Uzlaşma İle Sonuçlanması Halinde:

i) İşlemin ticari faaliyet kapsamında olmaksızın yapılması halinde;

• Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Anlaşma hükümleri çerçevesinde sözleşme sona erdirilir. Elde edilen kazanç, hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda % 0 uygulaması devam edecek olup, diğer vadeli işlem sözleşmelerinden doğan kazançlarda ise % 10 oranında stopaja tabidir. Söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir. Zarar diğer kazanç unsurlarından elde edilen gelirlerden indirilemez.

• Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Anlaşma hükümleri çerçevesinde sözleşme sona erdirilir. Elde edilen kazanç, hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda % 0 uygulaması devam edecek olup, diğer vadeli işlem sözleşmelerinden doğan kazançlarda ise % 10 oranında stopaja tabidir. Söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir. Zarar, diğer kazanç unsurlarından elde edilen gelirlerden indirilemez.

ii) İşlemin ticari faaliyet kapsamında yapılması halinde;

• Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde, 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan elde edilen kazançlarda % 0 uygulaması sona ermiş olup, % 10 oranında stopaj uygulanacaktır. Söz konusu kazanç ticari kazançta dâhil edilir.

- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda, % 0 stopaj uygulaması devam etmekte olup, söz konusu kazanç ticari kazançta dâhil edilir.
- Tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin, hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri), doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin (örneğin, hisse senedi) elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç veya zarara mahsup edilebilir. Kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak gelir vergisine mahsup edilir.
- Zarar edilmesi halinde, söz konusu zarar ticari kazançtan indirilir.
- Elden çıkartma nedeniyle KDV hesaplanmaz.

- **Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:**

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde, 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan elde edilen kazançlarda, % 0 uygulaması sona ermiş olup, % 10 oranında stopaj uygulanacaktır. Söz konusu kazanç ticari kazançta dâhil edilir.
- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda, % 0 stopaj uygulaması devam etmekte olup, söz konusu kazanç ticari kazançta dâhil edilir.
- Tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin, hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri), doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin (örneğin, hisse senedi) elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç veya zarara mahsup edilebilir. Kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak gelir vergisine mahsup edilir.
- Zarar edilmesi halinde, söz konusu zarar ticari kazançtan indirilir.
- Elden çıkartma nedeniyle KDV hesaplanmaz.

2) TÜZEL KİŞİ (KURUMSAL) YATIRIMCILAR

A. Türkiye’de Yerleşik Kurumsal Yatırımcıların Vergilendirilmesi

Sermaye şirketleri, kooperatifler, iktisadi kamu müesseseleri, dernek ve vakıflara ait iktisadi işletmeler ve iş ortaklıklarından kanuni ya da iş merkezleri Türkiye’de bulunanlar, Türkiye’de yerleşik sayılırlar. Kanuni merkezden maksat, ana sözleşme (ya da teşkilat kanunlarında) gösterilen merkezdir. İş merkezinden maksat ise, iş bakımından işlemlerin bilfiil toplandığı ve idare edildiği merkezdir.

a) Pozisyonun Tutulduğu Süre İçerisinde:

• Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Borsa rayici ile değerlendirilir. Borsa rayici ile değerlendirilme sonucunda güncelleme işlemine bağlı olarak oluşacak kazanç, kurum kazancına dâhil edilir, güncelleme işlemine bağlı olarak oluşacak zarar kurum kazancından indirilir.
- Takas Merkezi’ne yatırılan teminatların nemaları kurum kazancına dâhil edilir. BSMV mükelleflerince BSMV hesaplanır. Takas merkezine yatırılan nakit teminatların nemaları % 15 stopaja tabi olup, kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak kurumlar vergisine mahsup edilir.
- Elde edilen nemalar nedeniyle KDV hesaplanmaz.

• Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Borsa rayici ile değerlendirilir. Borsa rayici ile değerlendirilme sonucunda güncelleme işlemine bağlı olarak oluşacak kazanç, kurum kazancına dâhil edilir, güncelleme işlemine bağlı olarak oluşacak zarar kurum kazancından indirilir.
- Takas Merkezi’ne yatırılan teminatların nemaları kurum kazancına dâhil edilir. BSMV mükelleflerince BSMV hesaplanır. Takas merkezine yatırılan nakit teminatların nemaları % 15 stopaja tabi

olup, kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak kurumlar vergisine mahsup edilir.

- Elde edilen nemalar nedeniyle KDV hesaplanmaz.

b) Sözleşmenin Ters Pozisyonla Kapatılması Halinde:

• Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde, 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan elde edilen kazançlar, 01.10.2010 tarihinden itibaren sermaye şirketleri ile yatırım fon ve ortaklıkları için % 0, diğer kurumlar için % 10 oranında stopaja tabidir. Söz konusu kazanç kurum kazancına dâhil edilir. Kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak kurumlar vergisine mahsup edilir.
- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda, % 0 stopaj uygulaması tüm tam mükellef kurumlar için devam etmektedir.
- Tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin, hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri), doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin (örneğin, hisse senedi) elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç veya zarara mahsup edilebilir.
- Zarar edilmesi halinde, söz konusu zarar kurum kazancından indirilir.
- Sözleşmenin elden çıkarılması nedeniyle KDV hesaplanmaz, BSMV mükellefleri için lehe kalan paralar 01.09.2010 tarihinden itibaren BSMV'den istisnadır.

• Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde, 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan elde edilen kazançlar, 01.10.2010 tarihinden itibaren sermaye şirketleri ile yatırım fon ve ortaklıkları için % 0, diğer kurumlar için % 10 oranında stopaja tabidir. Söz konusu kazanç kurum kazancına dâhil edilir. Kaynakta kesilen

vergiler, beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak kurumlar vergisine mahsup edilir.

- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda, % 0 stopaj uygulaması tüm tam mükellef kurumlar için devam etmektedir.
- Tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin, hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri), doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin (örneğin, hisse senedi) elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç veya zarara mahsup edilebilir.
- Zarar edilmesi halinde, söz konusu zarar kurum kazancından indirilir.
- Sözleşmenin elden çıkarılması nedeniyle KDV hesaplanmaz, BSMV mükellefleri için lehe kalan paralar 01.09.2010 tarihinden itibaren BSMV'den istisnadır.

c) Sözleşmenin Nakdi Uzlaşma İle Sonuçlanması Halinde:

• Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde, 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan nakdi uzlaşma sonucu elde edilen kazançlar, 01.10.2010 tarihine kadar % 10 stopaja tabi olup, 01.10.2010 tarihinden itibaren sermaye şirketleri ile yatırım fon ve ortaklıkları için % 0, diğer kurumlar için % 10 oranında stopaja tabidir. Söz konusu kazanç, kurum kazancına dâhil edilir. Kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç, üzerinden hesaplanacak kurumlar vergisine mahsup edilir.
- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda, % 0 stopaj uygulaması tüm tam mükellef kurumlar için devam etmektedir.
- Tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin, hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri), doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin

(örneğin, hisse senedi) elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç ya da zarara mahsup edilebilir.

- Zarar dogması halinde, gerçekleşen olan zarar kurum kazancından indirilebilecektir.
- Elde edilecek kazanç nedeniyle KDV hesaplanmaz, BSMV mükellefleri için lehe kalan paralar 01.09.2010 tarihinden itibaren BSMV'den istisnadır.

- **Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:**

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde, 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan nakdi uzlaşma sonucu elde edilen kazançlar, 01.10.2010 tarihinden itibaren sermaye şirketleri ile yatırım fon ve ortaklıkları için % 0, diğer kurumlar için % 10 oranında stopaja tabidir. Söz konusu kazanç kurum kazancına dâhil edilir. Kaynakta kesilen vergiler, beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak kurumlar vergisine mahsup edilir.
- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda, % 0 stopaj uygulaması tüm tam mükellef kurumlar için devam etmektedir.
- Tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin, hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri), doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin (örneğin, hisse senedi) elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç ya da zarara mahsup edilebilir.
- Zarar dogması halinde, gerçekleşen olan zarar kurum kazancından indirilebilecektir.
- Elde edilecek kazanç nedeniyle KDV hesaplanmaz, BSMV mükellefleri için lehe kalan paralar 01.09.2010 tarihinden itibaren BSMV'den istisnadır.

B. Yabancı (Kanuni / İş Merkezi Yurtdışında Olan) Kurumsal Yatırımcıların Vergilendirilmesi

Kanuni / İş Merkezi yurtdışında olan yabancı kurumsal yatırımcıların vadeli işlem sözleşmelerinden Türkiye’de elde ettikleri gelirlerin vergilendirilmesi, yabancı kurumsal yatırımcıların söz konusu işlemleri Türkiye’de bulunan bir işyeri ya da daimi temsilci vasıtasıyla yapıp yapmadıklarına göre değişmektedir.

B1. Türkiye’de Bir İşyeri ya da Daimi Temsilcisi Olmayan Kurumsal Yatırımcıların Vergilendirilmesi

İşyeri, mağaza, yazıhane, idarehane, muayenehane, imalathane şube, depo, otel, kahvehane, eğlence ve spor yerleri, tarla, bağ, bahçe, çiftlik, hayvancılık tesisleri, dalyan ve voli mahalleri, madenler, taş ocakları, inşaat şantiyeleri, vapur büfeleri gibi ticari, sınaî, zirai ya da mesleki bir faaliyetin icrasına tahsis edilen veya bu faaliyetlerde kullanılan yerdir.

Daimi temsilci ise; bir hizmet ya da vekâlet akdi ile temsil edilene bağlı olup, onun nam ve hesabına muayyen veya gayrimuayyen bir müddetle veya müteaddit ticari muameleler ifasına yetkili bulunan kimsedir. Ticari mümessiller, tüccar vekilleri ve memurları ile Ticaret Kanunu’nun hükümlerine göre acente durumunda bulunanlar temsil edilene ait reklam giderleri hariç olmak üzere, giderleri devamlı olarak, kısmen ya da tamamen temsil edilen tarafından ödenenler, mağaza ya da depolarında temsil edilen hesabına konsinyasyon suretiyle satmak üzere devamlı olarak mal bulunduranlar, başkaca şartlar aranmaksızın temsil edilenin daimi temsilcisi sayılırlar.

a) Pozisyonun Tutulduğu Süre İçerisinde:

- **Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:**

- Vade tarihine kadar, güncelleme işlemine bağlı olarak oluşabilecek kazanç vergiye tabi değildir.

- Takas Merkezi'ne yatırılan nakit teminatların nemaları % 15 stopaja tabi olup, söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir. ÇVÖ Anlaşmaları hükümleri saklıdır.

- **Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:**

- Vade tarihine kadar, güncelleme işlemine bağlı olarak oluşabilecek kazanç vergiye tabi değildir.
- Takas Merkezi'ne yatırılan nakit teminatların nemaları % 15 stopaja tabi olup, söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir. ÇVÖ Anlaşmaları hükümleri saklıdır.

b) Sözleşmenin Ters Pozisyonla Kapatılması Halinde:

- **Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:**

- Elde edilecek olan kazanç, 01.10.2010 tarihinden itibaren dar mükellef sermaye şirketleri ile dar mükellef yatırım fon ve ortaklıkları için % 0, diğer dar mükellef kurum ve kuruluşlar için % 10 oranında stopaja tabidir.
- Hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda, % 0 stopaj uygulaması tüm dar mükellef kurumlar için devam etmektedir.
- Söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir. Zarar edilmesi durumunda bu surette doğan zarar, varsa vergiye tabi diğer kazançlardan indirilemez. ÇVÖ Anlaşmaları hükümleri saklıdır.

- **Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:**

- Elde edilecek olan kazanç, 01.10.2010 tarihinden itibaren dar mükellef sermaye şirketleri ile dar mükellef yatırım fon ve ortaklıkları için % 0, diğer dar mükellef kurum ve kuruluşlar için % 10 oranında stopaja tabidir.

- Hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda, % 0 stopaj uygulaması tüm dar mükellef kurumlar için devam etmektedir.
- Söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir. Zarar edilmesi durumunda bu surette doğan zarar, varsa vergiye tabi diğer kazançlardan indirilemez. ÇVÖ Anlaşmaları hükümleri saklıdır.

c) Sözleşmenin Nakdi Uzlaşma İle Sonuçlanması Halinde:

• Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Anlaşma hükümleri çerçevesinde sözleşme sona erdirilir. Elde edilen kazanç, 01.10.2010 tarihinden itibaren dar mükellef sermaye şirketleri ile dar mükellef yatırım fon ve ortaklıkları için % 0, diğer dar mükellef kurum ve kuruluşlar için % 10 oranında stopaja tabidir.
- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda, % 0 stopaj uygulaması tüm dar mükellef kurumlar için devam etmektedir.
- Söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir. Zarar edilmesi durumunda bu surette doğan zarar, varsa vergiye tabi diğer kazançlardan indirilemez. ÇVÖ Anlaşmaları hükümleri saklıdır.

• Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Anlaşma hükümleri çerçevesinde sözleşme sona erdirilir. Elde edilen kazanç, 01.10.2010 tarihinden itibaren dar mükellef sermaye şirketleri ile dar mükellef yatırım fon ve ortaklıkları için % 0, diğer dar mükellef kurum ve kuruluşlar için % 10 oranında stopaja tabidir.
- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda, % 0 stopaj uygulaması tüm dar mükellef kurumlar için devam etmektedir.
- Söz konusu stopaj nihai vergidir. Bu kazançların beyanı gerekli değildir. Zarar edilmesi durumunda bu surette doğan zarar, varsa

vergiye tabi diğer kazançlardan indirilemez. ÇVÖ Anlaşmaları hükümleri saklıdır.

B2. Türkiye’de Bir İşyeri ya da Daimi Temsilcisi Vasıtasıyla İşlem Yapan Yabancı Kurumsal Yatırımcıların Vergilendirilmesi

İşyeri, mağaza, yazıhane, idarehane, muayenehane, imalathane şube, depo, otel, kahvehane, eğlence ve spor yerleri, tarla, bağ, bahçe, çiftlik, hayvancılık tesisleri, dalyan ve voli mahalleri, madenler, taş ocakları, inşaat şantiyeleri, vapur büfeleri gibi ticari, sınaî, zirai ya da mesleki bir faaliyetin icrasına tahsis edilen veya bu faaliyetlerde kullanılan yerdir.

Daimi temsilci ise; bir hizmet ya da vekâlet akdi ile temsil edilene bağlı olup, onun nam ve hesabına muayyen ya da gayrimuayyen bir müddetle veya müteaddit ticari muameleler ifasına yetkili bulunan kimsedir. Ticari mümessiller, tüccar vekilleri ve memurları ile Ticaret Kanunu’nun hükümlerine göre acente durumunda bulunanlar temsil edilene ait reklam giderleri hariç olmak üzere, giderleri devamlı olarak kısmen ya da tamamen temsil edilen tarafından ödenenler, mağaza ya da depolarında temsil edilen hesabına konsinyasyon suretiyle satmak üzere devamlı olarak mal bulunduranlar, başkaca şartlar aranmaksızın temsil edilenin daimi temsilcisi sayılırlar.

a) Pozisyonun Tutulduğu Süre İçerisinde:

• Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:

- Borsa rayici ile değerlendirilir. Borsa rayici ile değerlendirilme sonucunda güncelleme işlemine bağlı olarak oluşacak kazanç kurum kazancına dâhil edilir, güncelleme işlemine bağlı olarak oluşacak zarar kurum kazancından indirilir.
- Takas Merkezi’ne yatırılan teminatların nemaları kurum kazancına dâhil edilir. BSMV mükelleflerince BSMV hesaplanır. Takas merkezine yatırılan nakit teminatların nemaları % 15 stopaja tabi

olup, kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak kurumlar vergisine mahsup edilir.

- Elde edilen nemalar nedeniyle KDV hesaplanmaz.

- **Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:**

- Borsa rayici ile değerlendirme yapılır. Borsa rayici ile değerlendirme sonucunda güncelleme işlemine bağlı olarak oluşacak kazanç, kurum kazancına dâhil edilir, güncelleme işlemine bağlı olarak oluşacak zarar kurum kazancından indirilir.
- Takas Merkezi'ne yatırılan teminatların nemaları kurum kazancına dâhil edilir. BSMV mükelleflerince BSMV hesaplanır. Takas merkezine yatırılan nakit teminatların nemaları % 15 stopaja tabi olup, kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak kurumlar vergisine mahsup edilir.
- Elde edilen nemalar nedeniyle KDV hesaplanmaz.

b) Sözleşmenin Ters Pozisyonla Kapatılması Halinde:

- **Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:**

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde, 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan elde edilen kazançlar, 01.10.2010 tarihinden itibaren sermaye şirketleri ile yatırım fon ve ortaklıkları için % 0, diğer kurumlar için % 10 oranında stopaja tabidir. Söz konusu kazanç kurum kazancına dâhil edilir. Kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak kurumlar vergisine mahsup edilir.
- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda, % 0 stopaj uygulaması devam etmektedir.
- Tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin, hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri), doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin

(örneğin, hisse senedi) elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç veya zarara mahsup edilebilir.

- Zarar edilmesi halinde, söz konusu zarar kurum kazancından indirilir.
- Sözleşmenin elden çıkarılması nedeniyle KDV hesaplanmaz, BSMV mükellefleri için lehe kalan paralar 01.09.2010 tarihinden itibaren BSMV'den istisnadır.

• **Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:**

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde, 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan elde edilen kazançlar, 01.10.2010 tarihinden itibaren sermaye şirketleri ile yatırım fon ve ortaklıkları için % 0, diğer kurumlar için % 10 oranında stopaja tabidir. Söz konusu kazanç kurum kazancına dâhil edilir. Kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak kurumlar vergisine mahsup edilir.
- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda, % 0 stopaj uygulaması devam etmektedir.
- Tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin, hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri), doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin (örneğin, hisse senedi) elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç veya zarara mahsup edilebilir.
- Zarar edilmesi halinde, söz konusu zarar kurum kazancından indirilir.
- Sözleşmenin elden çıkarılması nedeniyle KDV hesaplanmaz, BSMV mükellefleri için lehe kalan paralar 01.09.2010 tarihinden itibaren BSMV'den istisnadır.

c) **Sözleşmenin Nakdi Uzlaşma İle Sonuçlanması Halinde:**

• **Uzun Pozisyon Sahipleri Açısından:**

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde, 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan nakdi uzlaşma sonucu elde edilen

kazançlar 01.10.2010 tarihine kadar % 10 stopaja tabi olup, 01.10.2010 tarihinden itibaren sermaye şirketleri ile yatırım fon ve ortaklıkları için % 0, diğer kurumlar için % 10 oranında stopaja tabidir. Söz konusu kazanç kurum kazancına dâhil edilir. Kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak kurumlar vergisine mahsup edilir.

- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda, % 0 stopaj uygulaması devam etmektedir.
- Tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin, hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri), doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin (örneğin, hisse senedi) elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç ya da zarara mahsup edilebilir.
- Zarar dogması halinde, gerçekleşen olan zarar kurum kazancından indirilebilecektir.
- Elde edilecek kazanç nedeniyle KDV hesaplanmaz, BSMV mükellefleri için lehe kalan paralar 01.09.2010 tarihinden itibaren BSMV'den istisnadır.

- **Kısa Pozisyon Sahipleri Açısından:**

- Döviz, faiz ve emtia vadeli işlem sözleşmelerinde, 01.01.2009 tarihi ve sonrasında alınan pozisyonlardan nakdi uzlaşma sonucu elde edilen kazançlar, 01.10.2010 tarihinden itibaren sermaye şirketleri ile yatırım fon ve ortaklıkları için % 0, diğer kurumlar için % 10 oranında stopaja tabidir. Söz konusu kazanç kurum kazancına dâhil edilir. Kaynakta kesilen vergiler beyan edilen kazanç üzerinden hesaplanacak kurumlar vergisine mahsup edilir.
- Hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilen kazançlarda, % 0 stopaj uygulaması devam etmektedir.
- Tevkifatın uygulanması açısından, menkul kıymetlere dayalı vadeli işlem sözleşmelerinden (örneğin, hisse senedine dayalı vadeli işlem

sözleşmeleri), doğan kazanç ya da zararlar ilgili menkul kıymetin (örneğin, hisse senedi) elden çıkartılması suretiyle elde edilen kazanç ya da zarara mahsup edilebilir.

- Zarar dogması halinde, gerçekleşen olan zarar kurum kazancından indirilebilecektir.
- Elde edilecek kazanç nedeniyle KDV hesaplanmaz, BSMV mükellefleri için lehe kalan paralar 01.09.2010 tarihinden itibaren BSMV'den istisnadır.

3.5. TÜRKİYE'DE DÖVİZ VADELİ İŞLEM KONTRATLARINDA TAKAS

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Takas Merkezi Uygulama Esasları aşağıda verildiği gibi değerlendirilebilmektedir.

1) DAYANAK:

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 10.12.2004 Tarih ve 48/1602 Sayılı Toplantısı'nda alınan kararı ile Takasbank, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Takas Merkezi olarak görevlendirilmiştir.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda (VOB) işlem gören sözleşmelerin takası; Genel Yönetmelik, VOB Yönetmeliği ve ilgili mevzuat, VOB'un Takas ve Temerrüt Esasları Genelgesi ile Takasbank'ın 808 ve 880 No'lu Genel Mektupları'nda yer alan hükümler çerçevesinde yerine getirilmektedir.

2) VOB TAKAS MERKEZİ'NİN GÖREV VE YETKİLERİ

VOB Yönetmeliği'nin 76 ncı Maddesi'nde, Takas Merkezi'nin görev ve yetkileri aşağıdaki gibi belirlenmiştir;

- a) Bu Yönetmelikteki esaslar çerçevesinde takas işlemlerini yürütmek;

- b)** Garanti Fonu'nu idare etmek ve Garanti Fonu'na ilişkin defter kayıt ve bilgileri tutmak ve Garanti Fonu'na katılım tutarı ile ilgili tavsiyede bulunmak;
- c)** Takas işlemleri çerçevesinde Garanti Fonu'ndan gerekli ödemeleri yapmak;
- d)** Garanti Fonu'ndan yapılan ödemeler nedeniyle oluşan alacağı tahsil için gerekli işlemleri yürütmek;
- e)** Teminat olarak kabul edilebilecek kıymetler ve bunların temini, tahsili, tamamlama sürecine ilişkin esasları, Borsa'nın uygun görüşünü almak suretiyle belirlemek;
- f)** Teminat tamamlama çağrısı yapmak ve teminat tutarının yeniden istenen seviyeye süresi içinde çıkartılmasını sağlamak;
- g)** Bu Yönetmelikte tanımlanmış olağanüstü durumların varlığı halinde, olağanüstü durum teminatı yatırılmasını sağlamak, Borsa tarafından belirlenen açık pozisyonların kapatılmasını ya da ilgili teminatların başka üyeye transfer edilmesini sağlamak;
- h)** Teminatları toplamak ve idare etmek, gerektiğinde bunları nakde çevirerek hak sahiplerine ödemek;
- i)** Teminatları değerlemek;
- j)** Temerrüt esaslarının belirlenmesinde tavsiyelerde bulunmak;
- k)** Üyelerin temerrüdü durumlarında, bu Yönetmelikte öngörülen tedbirleri almak;
- l)** Başlangıç ve sürdürme teminatlarının düzeyi konusunda tavsiyelerde bulunmak;

- m) Hesapları güncelleştirmek ve bununla ilgili nakit ve varlık transferlerini yapmak;
- n) Teslimat taleplerini pozisyon sahipleri arasında tahsis etmek;
- o) Teslimatla ilgili bilgileri üyelere süresi içinde bildirmek;
- p) Teslimatın düzenli bir şekilde gerçekleşebilmesi için, bu Yönetmelikte öngörülen işlemleri yürütmek;
- q) Borsada işlemlerin yapılmasını sağlamak üzere hesap açmak;
- r) Takas üyelerinin takas üyeliğine ilişkin yükümlülüklerini yerine getirme konusunda, finansal yeterliliğine ilişkin herhangi bir olumsuz durum tespit etmesi halinde Borsa'yı bilgilendirmek;
- s) Opsiyon primi tahsilâtını ve ödemesini gerçekleştirmek;
- t) Borsa'da gerçekleştirilen işlemlerin takası kapsamında, gerekli tüm iş ve işlemleri yapmak.

3) GENEL TAKAS ESASLARI

26.01.2005 Tarih ve 2005/3 No'lu VOB Takas ve Temerrüt Esasları Genelgesi'ne göre, genel takas esasları aşağıda verildiği gibidir;

- Vadeli İşlemler Piyasası'nda Takas Merkezi; alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı rolünü üstlenmiştir.
- Takas Merkezi, vadeli işlemler piyasalarının mali yeterliliği ve güvenilirliğini, takas üyelerinin katkılarıyla oluşturulan "Garanti Fonu" ile açık pozisyonlara ilişkin "Başlangıç Teminatı", adı altında temin ettiği nakit ve/veya benzeri kıymetler vasıtasıyla sağlar.

- Takas Merkezi'nin mali sorumluluğu, sözleşmelerin takası sırasında taraflardan her biri için karşı tarafın yerini almasından kaynaklanan tutar kadardır.
- Takas Merkezi garantisi, sadece Takas Merkezi'nde açılan hesaplar ve bu hesaplarda izlenen sözleşmelerle sınırlıdır.
- Temerrüt durumunda, Takas Merkezi'ne yatırılmış olan işlem teminatı ve Garanti Fonu teminatları kullanılır. Garanti Fonu'ndan karşılanmayan tutarlar için, Takas Merkezi'nin kendi kaynaklarına başvurulamaz.
- Gerçeklesen işlemlerin takası, ertesi gün (T+1) saat 14.30'a kadar tamamlanır.
- Takas işlemleri, nakit uzlaşma şeklinde gerçekleştirilir.
- Teminat tamamlama yükümlülükleri, nakit olarak ya da VOB'da pozisyon kapatılarak yapılabilir.
- Teminat yatırma, çekme, değerieme, hesap güncelleştirme ve yükümlülüklerin yerine getirilmesi işlemleri, alt hesap bazında gerçekleştirilir.
- Hesap güncelleştirme işlemlerinde, zararlar işlem günü (T+0) tahsil edilir, kâr eden hesaplar için ödeme ertesi gün (T+1) gerçekleştirilir.
- Takas üyesi, yükümlülüğünü takas süresinin bitimine kadar tam olarak yerine getirmediği takdirde herhangi bir ihbara gerek kalmaksızın temerrüde düşmüş sayılır.

4) TAKAS SAATLERİ

Seansın bitimi ve teminat tamamlama çağrılarının yapılması ile takas süreci başlar.

VOB’da işlem gören sözleşmelerin işlem ve takas saatleri aşağıdaki gibi düzenlenmiştir.

<p style="text-align: center;"><u>Konu Süre</u></p> <p style="text-align: center;"><u>Normal Seans: 09.15 – 17.35</u></p> <p style="text-align: center;"><u>Teminat Tamamlama Çağrısı İlanı: 17.45</u></p> <p style="text-align: center;"><u>Takas süresi: 17.45 – Ertesi İş Günü 14.30</u></p>

5) TAKAS MERKEZİ ÜYELİK İŞLEMLERİ

VOB Yönetmeliği’ne göre, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nda, “Doğrudan Takas Üyeliği” ve “Genel Takas Üyeliği” olmak üzere iki üyelik tipi mevcuttur;

- **Doğrudan Takas Üyeleri:**

Borsa’da portföy hesapları ve/veya müşteri hesapları adına gerçekleştirilen tüm işlemlerin risk ve sorumluluğunu taşır ve takas işlemlerinin ilgili düzenlemeler çerçevesinde gerçekleştirilmesinden Takas Merkezi’ne karşı sorumludur.

- **Genel Takas Üyeleri:**

Portföy ve/veya müşteri hesaplarına ilaveten, takasını üstlendikleri diğer Borsa Üyeleri’nin portföy ve/veya müşteri hesaplarının da, Borsa’da gerçekleştirilen işlemlerden kaynaklanan tüm risk ve sorumluluğunu taşırlar. Mevcut uygulamada, sadece Doğrudan Takas Üyesi olunabilmektedir.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Takas Merkezi Üyelik şartları ve üyelik başvurusunda bulunacak kurumlardan istenecek belgeler, Borsa'nın 2005/3 No'lu "Üyelik Esasları Genelgesi"nde belirtilmiştir. Borsa'ya üye olunmadan takas üyesi olunamaz. Takas üyeliği için Takasbank'a başvurulur.

Doğrudan takas üyeliği şartları aşağıda yer almaktadır;

- a) Sermaye Piyasası Kurulu'ndan türev araçlarının alım satımına aracılık yetki belgesinin alınmış olması;
- b) Borsa Yönetim Kurulu'ndan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası işlem yapma yetkisinin alınmış olması;
- c) Takas üyeliği için gerekli olan teknik alt yapı ve donanıma sahip olunması;
- d) Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Takas Üyeliği Taahhütnamesi'nin Takas Üyesi tarafından imzalanması;
- e) Takas Üyeliği için gerekli olan garanti fonu katkı payının yatırılmış olması;
- f) Müşterilere ve diğer üçüncü şahıslara karşı doğabilecek mali ve hukuki sorumluluğun teminat altına alındığı genel ve özel mahiyette ve Takas Merkezi tarafından öngörülebilecek sigorta ve diğer düzenlemelere uyulması;
- g) Takas Merkezi tarafından Borsa Yönetmeliği çerçevesinde talep edilecek diğer bilgi ve belgelerin ibraz edilmiş olması.

Genel takas üyeliği şartları ayrıca belirlenecektir.

“Takas Üyeliği Başvurusunda Bulunurken Gönderilecek Bilgi ve Belgeler Başvuru” talebini içeren ve Takasbank Genel Müdürlüğü’ne hitaben yazılmış yazı ve yazının ekinde;

- a)** Takas Merkezi yelik Başvuru Formu;
- b)** Sermaye Piyasası Kurulu Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Yetki Belgesi (Noter Tasdikli rneği);
- c)** Borsa yelik Belgesi (Noter Tasdikli rneği);
- d)** Takas yeliği Taahhütnamesi;
- e)** Noter tasdikli imza sirküleri;
- f)** Kuruluş ilanının yer aldığı ticaret sicil gazetesini;
- g)** Vergi levhası;
- h)** Nakit, Kıymet, Teminat, şartlı Virman ve Elektronik EFT Talimatı Taahhütnamesi;
- i)** Faks Cihazı ile İMKB Takas ve Saklama Bankası A.ř.’ye Gönderilecek Müşteri Talimatları ile İlgili Uygulama Sözleşmesi (ift Nüsha);
- j)** Takas yeliği Taahhütnamesi’ni imzalayacak şirket yetkililerinin, şirket imza sirküleri tanımını itibariyle, şirketi temsil ve ilzama yetkili olmaları zorunludur.

6) HESAP AÇMA İŞLEMLERİ

Takasbank nezdinde “Müşteri”, “Portföy”, “Piyasa Yapıcı” ve “Global” olmak üzere dört tip hesap açılabilir.

Hesap tiplerinin özellikleri aşağıdaki gibidir;

1) Portföy Hesabı:

Üyenin kendi portföyü için yaptığı işlemlerin izlendiği hesap tipidir.

2) Müşteri Hesabı:

Üyenin müşterileri için açılan hesaplardır.

3) Global Hesap:

Global hesap, birden çok sayıda müşterinin tek bir hesabı kullanarak işlem yaptığı hesap tipidir.

4) Piyasa Yapıcı Hesabı:

Sadece piyasa yapımcıların işlemlerinin izlendiği hesap tipidir.

Borsa’da teminatlandırma, sözleşme alım/satımı ve pozisyon takip işlemleri hesap bazında yapıldığından, işlem yapılacak portföy, global ve müşteri hesaplarının Takasbank Vadeli İşlemler Sistemi’nde (TVİS) tanımlanmış olması gerekmektedir. Sistemde piyasa yapıcı hesap henüz kullanılmamaktadır. Aynı üye altında, aynı müşteriye ait birden fazla şahsi hesap açılması mümkün değildir.

TVİS’de, ilgili hesapların tanımlanabilmesi için öncelikle bu hesapların “Takasbank Müşteri İsmine Saklama (MİS) Sistemi”nde açılmış olması ve MİS sisteminde açılan hesaplara ilişkin kimlik bilgilerinin, Takasbank sistemine tanımlanarak hesabın eşleştirilmesi (Takasbank sicil numarası tanımlanması) zorunludur.

Global hesap açma işlemleri, ilgili takas üyesinin yazılı talimatı ile Takasbank yetkilileri tarafından yapılacaktır. Global hesaba bağlı alt hesap tanımlama işlemleri ise, kimlik eşleştirme prosedürüne uygun olarak ilgili takas üyesi tarafından yapılır. Yeni açılan bir hesaba VOB’da işlem yapılabilmesi için, bu hesabın bir önceki Borsa Günü saat 17.45’e kadar Takasbank nezdinde açılmış olması gerekmektedir. Saat 17.45’den sonra açılan hesaplarda, izleyen ikinci Borsa Günü’nde işleme başlanabilir.

7) İŞLEM TEMİNATLARINA İLİŞKİN ESASLAR

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nda teminat olarak kabul edilebilecek kıymetler, bunların değerlendirme yöntemi ve katsayıları, teminat kompozisyon oranları ve teminat yatırma/çekme işlemlerine ilişkin esaslar, Borsa’nın 2005/6 No’lu “Teminatlandırma ve Diğer Risk Yönetimi Esasları Genelgesi” ile düzenlenmiştir.

İşlem teminatı olarak kabul edilebilecek kıymetler nakit ve nakit dışı varlıklar olarak ikiye ayrılmaktadır. Nakit teminat olarak, TVİS’e sadece Türk Lirası kabul edilir. Nakit dışı teminatlar ise çeşitlendirilmiştir.

Aşağıda, işlem teminatı olarak kabul edilecek nakit ve nakit dışı teminatların çeşitleri gösterilmektedir;

I. Nakit Teminat – TL

II. Nakit Dışı Teminatlar

A. Döviz (DVZ)

- Amerikan Doları (USD)
- Avrupa Para Birimi (EUR)

B. Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS)

- Devlet Tahvili (DT)
- Hazine Bonosu (HB)
- Döviz Endeksli Devlet Tahvili (DTE)
- Döviz Ödemeli Devlet Tahvili (DTY)

C. Hisse Senedi (HS)

- İMKB 30 endeksine dâhil hisse senetleri
- Borsa Yatırım Fonları Katılma Belgeleri (BYF)

D. Yatırım Fonu Katılma Belgeleri

- Kaydileştirilmiş yatırım fonu katılma belgeleri.

İtfasına 5 is günü kalan DİBS'ler teminata kabul edilmez. Nakit dışı teminat olarak daha önce yatırılmış olan DİBS'lerin arasında, itfasına 5 işgününden az zaman kalmış olan varsa, ilgili üyelere Takasbank tarafından elektronik ortamda, kıymetlerin değiştirilmesi için uyarı mesajı gönderilir.

İtfaya konu DİBS'ler yapılan uyarıya rağmen değiştirilmedikleri takdirde, müşterinin talimatına ihtiyaç duyulmaksızın, itfadan önceki günün sonunda menkul kıymetin fiyatı sıfırlanır. İtfa tutarı, ilgili müşterinin vadeli işlem teminatına nakit olarak aktarılır.

Anapara ve kuponlarına ayrıştırılmış DİBS'lerin teminata kabulü için, menkul kıymetin tamamını temsil eden anapara ve kuponlarının birlikte teminata yatırılması gerekmektedir. Aksi takdirde ayrıştırılmış DİBS'ler teminata kabul edilmez.

Hisse senedi cinsinden teminatlarda sermaye artırım ve/veya temettü ödemesi karşılığı alacaklar, üyenin Takasbank nezdindeki serbest hesabına aktarıldığı ve İMKB'de hisse senedi bölündüğü gün ve/veya temettü başlangıç tarihinden itibaren VOB teminat hesabı sürdürme seviyesinin altına düşebileceği dikkate alınarak, teminat seviyesinin korunması üyenin sorumluluğu altındadır.

8) İŞLEM TEMİNATI KOMPOZİSYONU

Borsa'da yeni bir pozisyon alınırken, Takasbank nezdinde bulundurulması gereken işlem teminatının en az % 30'unun nakit teminattan oluşması gerekmektedir. Dolayısıyla toplam işlem teminatı içinde nakit dışı teminatların oranı en fazla % 70 olabilir. Hesap güncelleştirme sırasında zarar eden hesaplardan zarar tutarının kesilmesi durumunda asgari nakit bulundurma şartı aranmaz.

Nakit dışı teminat içindeki hisse senedi ile A tipi yatırım fonu teminatlarının toplam payı ise, toplam nakit dışı teminatın % 50'sini geçemez. Bu % 50 oranının içerisinde de, her bir hisse senedinin ya da A tipi yatırım fonu katılma belgesinin oranı ise % 20'yi (toplam nakit dışı teminatların % 10'unu) geçemez.

Dolayısıyla, nakit dışı teminatlar oluşturulurken, hisse senedi ya da A tipi yatırım fonu katılma belgelerinin maksimum düzeyde kullanılması durumunda, en az 5 çeşit hisse senedi ya da A tipi yatırım fonu katılma belgesi yatırılması gerekmektedir.

Borsa yatırım fonlarının nakit dışı teminat olarak kabul edilebilmesi için, BYF'nin baz edildiği endeksin bir kısmı ya da tamamının İMKB – 30 Endeksi'ne dahil hisse senetlerinden oluşması gerekir.

A. İşlem Teminatlarının Değerleme Katsayıları

İşlem teminatı olarak kabul edilebilecek nakit dışı kıymetler belirli değerleme katsayıları ile çarpılarak dikkate alınır.

B. İşlem Teminatlarının Değerlerinin Güncellenmesi

İşlem teminatı olarak kabul edilen nakit dışı varlıklar, belirlenen fiyatlar üzerinden her işlem gününün sonunda Takasbank tarafından değerlemeye tabi tutulur. Takasbank'ta bulunan işlem teminatları, gerekli görüldüğü durumlarda gün içinde yeniden değerlemeye tabi tutulabilir.

C. İşlem Teminatlarının Yatırma/Çekme Süreleri

Takasbank sisteminde TL ödemeler için EFT, döviz ödemeler için SWIFT saatleri bağlayıcı olmakla birlikte son saatlerin belirlenmesinde piyasadaki likidite ve operasyonel riskler de göz önünde bulundurulur.

Teminat hesaplarına fiziki teslim yoluyla teminat yatırma/çekme işlemi yapılamayacaktır. Teminatların fiziken yatırılabilmesi için, öncelikle üyenin Takasbank nezdindeki serbest hesap/depolarına teslimat yapılması gerekmektedir. Bu işlemler için döviz hariç Takasbank tarafından uygulanan süreler geçerlidir. Döviz işlemlerinde prensip olarak fiziksel teslim kabul edilmeyecektir.

D. Başlangıç ve Sürdürme Teminatları Tutarları

Başlangıç ve sürdürme teminatı tutarları kontrata dayanak oluşturan varlık fiyatındaki dalgalanma sonucunda Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası tarafından değiştirilebilir.

9) HESAP GÜNCELLEŞTİRME İŞLEMLERİ

Hesap güncelleştirme işlemleri, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın 2005/5 No'lu "Takas ve Temerrüt Esasları Genelgesi" uyarınca günlük olarak yapılmaktadır. Borsa işlemleri sonucu oluşan zararlar, aynı gün (T+0) ilgili hesaplardaki nakit teminatlardan otomatik olarak düşülür.

İlgili hesaplardaki nakit teminat tutarı yetersiz ise ya da hesap güncelleştirme veya teminat değerlendirme işlemi sonucunda toplam teminat, Borsa Genelgesi'nde belirlenen sürdürme teminatının altına düşüyorsa, ilgili takas üyesine elektronik ortamda teminat tamamlama çağrısı yapılır. Ayrıca, zarar tutarı kesildikten sonra, nakit teminat durumu "0"ın altına düşen hesaplarda mevcut toplam teminat, sürdürme teminatının üzerinde olsa dahi, teminat tamamlama çağrısı yapılarak ilgili hesabın nakit teminat tutarı "0"a tamamlatılmaktadır. Teminat tamamlama çağrısı ve

teminat tamamlama sürecine ilişkin esaslar, Borsa'nın 2005/5 No'lu Genelgesi'nde belirlenmiştir.

Teminat tamamlama yükümlülükleri, ilgili hesaba nakit teminat yatırma şeklinde ya da VOB'da kısmen veya tamamen pozisyon kapatmak şeklinde gerçekleştirilebilir.

Borsa Genelge'sinde yapılan düzenlemeler uyarınca, yeni bir pozisyon alınırken Takasbank nezdinde bulundurulması gereken işlem teminatının % 30'unun nakit teminattan oluşması gerekmektedir. Ancak hesap güncelleştirme işlemleri sırasında, zarar eden hesaplardan zarar tutarının kesilmesi durumunda asgari nakit bulundurma şartı aranmaz.

Bu çerçevede, sistemdeki nakit kompozisyon oranına bağlı olarak diğer teminatların değerlemeye alınması aşağıdaki şartlara bağlıdır;

- Teminat tamamlama çağrısı yapılan bir hesabın borcu kapanana kadar yatırmış olduğu nakit dışı teminatları değerlemeye tabi tutulmaz.
- Nakit kompozisyonuna bağlı olarak değerlendirilebilecek maksimum nakit dışı teminat sistemde mevcut ise, yatırılan diğer nakit dışı teminatları değerlendirilmez.
- İlgili hesaba ilave nakit yatırıldığında, teminat kompozisyon oranları güncellenerek değerlendirme dışı kalan nakit dışı teminatlar değerlendirilir.
- Kâr eden hesapların alacakları, T+1 günü hesaplarına aktarılır.
- Kâr dağıtımı, zararların tamamı tahsil edildiyse seans öncesinde, tahsil edilemeyen zarar var ise, teminat tamamlama yükümlülüğü son saati olan 14.30'dan sonra gerçekleşir.

- Teminat tamamlama yükümlülüğü olan üyelerin kar eden hesaplarına ilgili teminat tamamlama çağrısı miktarı kadar bloke konur ve kâr alacakları yükümlülük tamamlanana kadar ödenmez.
- Üyenin teminat tamamlama çağrısına muhatap hesabından teminat çekmesine de izin verilmez.
- Teminat tamamlama çağrısı yapılan hesaplara ilişkin teminat yatırma ve/veya açık pozisyonların ters işlemle kapatılması işlemlerinin ertesi is günü (T+1) saat 14.30'a kadar gerçekleştirilmesi zorunludur.
- Hesap güncelleştirme işlemleri nedeniyle yapılan teminat tamamlama işlemlerinin ilgili hesap bazında yerine getirilmesi gerekmektedir.

10) GARANTİ FONU İŞLEMLERİ

Garanti Fonu, temerrüt durumlarında takas yükümlülüklerinin karşılanmasında kullanılmak üzere, Borsa tarafından tüm takas üyelerinin katılımıyla oluşturulur. Takas üyelerinin Garanti Fonu'na yapacağı katkı tutarı, Borsa tarafından belirlenir. Garanti Fonu Takas Merkezi tarafından temsil ve idare edilir.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Garanti Fonu'nun oluşturulması, Garanti Fonu'na yapılacak ödemelerin zamanı, yatırılacak kıymetler, değerlendirme yöntemi, tahsili gibi esaslar, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın 2005/7 No'lu "Garanti Fonunun Kuruluş ve İşleyiş Esasları Genelgesi" ile düzenlenmiştir.

Garanti Fonu'na Takas Üyeleri;

- Nakit ve nakit dışı teminat yatırırlar, takas üyesi olan her üye açık pozisyonu bulunmasa dahi minimum katkı payını yatırmak zorundadır (200,000 TL).
- Takas üyeleri takasını garanti ettikleri her bir piyasa üyesi için, Garanti Fonu'na trans başına 100,000 TL ilave katkı payı yatırmak zorundadır.

- Her gün sonu itibariyle, her bir takas üyesinin açık pozisyonları tutarı hesaplanarak piyasada oluşturduğu riske karşılık gelen Garanti Fonu katkı payı hesaplanır. Açık pozisyon değerinin hangi transda olduğu kontrol edilir, açık pozisyonu değeri bir üst transa geçen Takas Üyesi'nin Garanti Fonu teminatları kontrol edilir ve gerekiyorsa teminat tamamlama çağrısı yapılır.
- Her 10 Milyon TL açık pozisyon artısında Garanti Fonu katılım payı olarak 100.000 TL ilave teminat yatırılması gerekir.
- Teminat tutarının asgari % 20'si nakit (TL cinsinden) olmalıdır.
- Garanti Fonu'na yatırılacak katkı payları nakit (TL) ve nakit dışı (diğer) olmak üzere iki ayrı tipte düzenlenmiştir.

Borsa'nın ilgili Genelgesi'nde belirlenen asgari katkı payı ve üyelerin açık pozisyonlarının uzlaşma fiyatları ile çarpılması sonucu hesaplanan değişken katkı paylarının, Genelge'de belirlenen esaslar ve süreler içerisinde Takas Merkezi'ne yatırılması zorunludur.

İşlem teminatlarının yatırılmasına ilişkin yukarıda belirtilen esaslar, Garanti Fonu katkı payları için de geçerlidir

Garanti Fonu teminatı sürdürme oranı % 90'dir. Takas üyesinin Garanti Fonu katkı payları aşağıdaki sebeplerle sürdürme seviyesine (% 90) ya da daha altına düşebilir;

- Teminat değer düşüklüğü
- Garanti Fonu katkı payının kullanılması
- Bulunması gereken teminat seviyesinin yükselmesi

Garanti Fonu teminat tamamlama çağrılarının 3 işgünü içerisinde tamamlanması gerekmektedir. Garanti Fonu'nun temerrüde düşen takas üyesi nedeniyle kullanılması ve takas üyesinin Garanti Fonu payını süresi içinde tamamlamaması halinde Fonun alacağının takibi ve iflas süreci Takas Merkezi tarafından yürütülür.

Garanti Fonu payı kullanılan üyelerin payları, Garanti Fonu eksikliğini tamamlandıkça faizi ile birlikte oransal olarak iade edilir. Garanti Fonu temerrüt cezası temerrüt faizinin 2 katı şeklinde uygulanır.

Garanti Fonu, nakit dışı katkı payı olarak kabul edilecek teminat mektuplarının Türk Lirası ya da döviz (Amerikan Doları veya Avrupa Para Birimi – Euro) cinsinden olması gerekmektedir.

Teminat mektupları kesin ve süresiz olmalıdır, takas üyelerinin karşılıklı ve aynı gruba ait bankaların birbirlerine verecekleri teminat mektupları kabul edilmemektedir. Ayrıca, Takasbank nezdinde açılan Garanti Fonu hesaplarına yatırılacak teminat mektupları, Takasbank'ın risk santralizasyonu çerçevesinde belirlediği limitler dâhilinde kabul edileceğinden, teminat mektuplarının alınmadan önce ilgili bankanın, Takasbank nezdindeki limitinin uygun olup olmadığının teyit edilmesi gerekmektedir.

Teminat mektuplarının, teminat mektubu metni ile birebir aynı olması zorunludur. Garanti Fonu hesabında bulunan serbest nakit ya da nakit dışı teminatlar, her ayın ilk 3 işgünü içerisinde çekilebilir. İlk 3 işgünü içerisinde çekilmeyen Garanti Fonu, serbest teminatları izleyen ayın başına kadar çekilemez. Garanti Fonu'na yatırılan nakit dışı teminatların Takasbank'ın onayıyla değiştirilmesi mümkündür.

11) TEMERRÜT İŞLEMLERİ

İşlem teminatlarına ilişkin teminat tamamlama çağrısının yapıldığı günden bir işgünü sonrasında (T+1), saat 14.30'a kadar ilgili hesaba ait teminat yükümlülüğünü yerine getirmeyen üye, herhangi bir ihbara gerek kalmaksızın temerrüde düşmüş sayılır. Temerrüt durumunda izlenecek yöntem ve esaslar, Yönetmelik ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın 2005/5 No'lu Genelgesinde düzenlenmiştir.

Temerrüt işlemlerinde uygulanacak genel esaslar aşağıda verildiği gibidir;

a) Takas yükümlülüklerinin T+1 Günü saat 14.30'a kadar yerine getirilmesi esastır. Belirlenen süre içerisinde yükümlülüklerini yerine getirmeyenler, temerrüde düşmüş sayılır. Teminat tamamlama yükümlülüğünün T+1 Günü saat 14.30'dan EFT Kapanış Saati'ne kadar olan süre zarfında yerine getirilmesi durumunda, birinci temerrüde düşülmüş olur.

b) Üyeye, İMKB Repo – Ters Repo Pazarında veya TCMB Bankalararası Para Piyasası'nda oluşan bir gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranlarından en yüksek olanının bir katı nisbetinde temerrüt faizi uygulanır.

c) Temerrüdün T+1 günü EFT kapanışından sonra karşılanması ya da daha sonraki günlere kalması durumunda ise ikinci temerrüde düşülmüş olur. İkinci temerrüdün oluşması halinde, İMKB Repo – Ters Repo Pazarında ya da T.C. Merkez Bankası Bankalararası Para Piyasası'nda oluşan bir gecelik ağırlıklı ortalama faiz oranlarından en yüksek olanının üç katı nisbetinde temerrüt faizi uygulanır. Temerrüt faizi hesaplamasında temerrütte kalınan süre içerisinde her gün için o gün geçerli olan faiz oranı kullanılır.

Teminat tamamlama yükümlülüklerinin süresi içinde yerine getirilmemesi durumunda, ilgili Borsa Genelgesi uyarınca hesaplanan ve üyelere tahakkuk ettirilen temerrüt faizlerinin belirtilen sürelerde ödenmemesi durumunda, faiz tutarı ilgili üyelerin Takasbank nezdindeki serbest cari hesaplarından resen tahsil edilir. Temerrüt cezaları Garanti Fonu'nda kullanılacak şekilde değerlendirilir.

Temerrüt halinde kaynakların kullanım sırası;

- a)** Temerrüt durumunda garanti fonunun nakit kısmından temerrüt tutarı karşılanır. Öncelikle temerrüde düşen üyenin garanti fonu içindeki nakit payına başvurulur.
- b)** Temerrüt kapatılmadığı takdirde, diğer üyelerin garanti fonu içindeki nakit payları oransal olarak kullanılır.
- c)** T+1 günü saat 14.45'e kadar kapatılmayan borçlar için varsa temerrütlü hesaba ait değerlendirme dışı nakit dışı teminatlar nakde çevrilir.
- d)** Temerrüde düşen hesaba ait açık pozisyonlardan temerrüt tutarını karşılayacak kadarı likide edilir ve serbest kalan ND teminatlar nakde çevrilir.
- e)** Borç yine kapatılmazsa, takas üyesinin Garanti Fonu'na yatırmış olduğu nakit dışı teminatlar likide edilir.
- f)** Borç kapatılmadığı takdirde üyenin portföy hesabına başvurularak pozisyon ve teminatlar likide edilerek borç kapamada kullanılır.
- g)** Kapatılmayan borç için, üyenin Borsa nezdindeki tüm hak ve alacakları kullanılır.
- h)** Temerrüt kapatılmadığı takdirde, Borsa ve Takas Merkezi'nin kararıyla diğer üyelerin Garanti Fonu içindeki nakit dışı teminatlarına da başvurulabilir.

12) NEMALANDIRMA İŞLEMLERİ

Takasbank'ta Vadeli İşlem teminat hesaplarında tutulan Türk Lirası cinsinden işlem teminatları ve Türk Lirası cinsinden yatırılan Garanti Fonu katkı payları Takasbank Fon Yönetimi tarafından mümkün olan en iyi şartlarda nemalandırılır. Takas Üyesi'nin Garanti Fonu'ndaki nakit dışı (diğer) katkı payları kapsamında nakit bulundurulması halinde bu tutarlar, nemalandırma kapsamı dışında tutulur.

Nemalandırma işlemi, Takasbank Fon Yönetimi'nin limitleri dâhilinde yapılır ve günün koşullarına göre nakit teminatların değerlendirilememesi durumunda, nema ödenmez. Döviz cinsinden yatırılan işlem teminatlarına ya da döviz cinsinden yatırılan Garanti Fonu katkı paylarına nema ödenmez.

Nemalandırma işlemleri, saat 15.40'da üye hesap bakiyeleri üzerinden yapılır. İşlem teminatı hesaplarında bulundurulmuş nakit teminatlar ile Garanti Fonu nakit katkı payları, saat 15.40 itibarıyla T.C. Merkez Bankası Bankalararası Para Piyasası'nda ya da bu piyasada herhangi bir nedenden dolayı işlem yapılamaz ise; Bankalararası İkincil Piyasa'da, Takasbank tarafından günün piyasa koşullarına göre en iyi gayret gösterilmek suretiyle nemalandırılır ve nema tutarı ilgili hesaplara bir sonraki işgünü aktarılır.

Olağandışı piyasa koşullarında nemalandırma yapılmayabilir. Piyasa koşulları nedeniyle Takasbank Fon Yönetimi tarafından nemalandırma yapılamaması halinde nema ödenmez. Saat 15.40'den sonra Takasbank'a teminat olarak yatırılan nakit teminatlar nemalandırılmaz.

Nakit işlem teminatların nemalandırılmasından elde edilen brüt nema tutarlarından, zorunlu karşılık yükümlülük maliyetleri, banka ve sigorta muameleleri vergisi (BSMV) vb. yasal maliyetler ve brüt nema tutarının % 1,7'si oranında "Borsa Teminat Takip Ücreti" düşüldükten sonra elde edilen nema geliri, günlük olarak Borsa'nın 2005/6 ve 2005/7 No'lu Genelgeleri'nde belirtilen esaslar çerçevesinde ilgili hesaplara eklenir.

Garanti Fonu'nda bulunan nakit katkı paylarının en iyi şartlarda nemalandırılabilmesi için, nakit katkı payları Takasbank tarafından erken saatlerde değerlendirilebilir. Garanti Fonu'na başvurulmasının gerekli olduğu durumlarda, Takasbank alacaklı üyelere ödeme yapabilmek için gerekli tutarı borçlanarak karşılayabilir. Bu durumda; iki faiz oranı arasında herhangi bir olumsuz fark oluşmuş ise, bu fark Garanti Fonu nemasına kesinti olarak yansıtılır. Takasbank'ın piyasa koşulları dolayısıyla borçlanamaması halinde alacaklı üyelere bir sonraki işgünü ödeme yapılır.

SONUÇ

Dünya ekonomisinin globalleşmesi ve liberalleşmesi ile uluslararası piyasalarda izlenen hızlı büyüme, yeni finansman tekniklerinin gelişmesinde de etkili olmuş ve etkin risk yönetimi kavramının, rekabetin her geçen gün daha fazla önem kazanması ile ticari hayatın vazgeçilmez bir ihtiyacı olarak karşımıza çıkmıştır.

Döviz ile faaliyet gösteren, döviz cinsinden yükümlülüğe sahip olan kişi ve kuruluşlar, döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalar sonucu döviz kuru riskiyle karşı karşıya kalıp zarar edebilmektedirler. Ülkemizde dövizin spot ticareti önemli bir büyüklüğe ulaşmıştır ve döviz kuru oynaklığına karşı korunmanın önemi oldukça açıktır. Bu sebeple döviz bazlı vadeli işlemler özellikle dalgalı kur rejiminin uygulandığı ülkelerde büyük öneme sahip olmaktadır. Çünkü kurlarda meydana gelecek değişimlerden doğabilecek risklere karşı etkin koruma sağlayan dövize dayalı vadeli işlemler, risk yönetim aracı olarak önem taşımaktadır.

4 Ağustos 2005 tarihi itibarıyla ülkemizde de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOBAS)'ın hayata geçmesiyle birlikte borsada işlem hacmi sürekli artan bir seyir izlemiştir. Başlangıçtan itibaren döviz ve endeks sözleşmeleri en fazla ilgi gören sözleşmeler olmuştur.

VOB açıldığından bu yana, döviz sözleşmelerinin bu kadar ilgi görmesinin nedenleri arasında, nakit döviz piyasasının likit bir piyasa olması, eskiden beri yatırımcılar ve bankalar arasında forward döviz işlemlerinin yapıyor olması da sayılabilir.

İşlem hacmi ve miktarının ivme göstermesi, piyasa katılımcıları için likiditenin de artması sonucunu doğurmakta, bu da riskten korunmak, yatırım amaçlı pozisyon almak ya da var olan pozisyonlarını kapatmak arzusunda olan yatırımcılar için düşük maliyetli bir piyasa oluşumuna katkıda bulunmaktadır.

Risk yönetimini daha kolay ve ucuz hale getiren dövizde dayalı vadeli sözleşmeler, gelecekteki fiyatları da öngörülebilir bir hale getirerek istikrarlı bir piyasa dengesinin oluşmasına katkıda bulunmaktadır. Piyasa riskinden korunmanın yanı sıra, sermaye piyasalarını tamamlama, işlem maliyetlerini azaltma, az bedel ödeyerek çok büyük miktarda işlem gerçekleştirmenin mümkün olması gibi işlevleri de bulunmaktadır. Aynı zamanda bu işlemlerin vergiye tabi olmaması, şu an için bu piyasaları özendirici niteliktedir.

Vadeli işlemler piyasasında kaldıraç oranının yüksek olması, piyasada gerçekleştirilen işlemlerin Takas Merkezi tarafından garanti altına alınması, Takas Merkezleri'nin de güçlü bir mali yapıya sahip olmalarını zorunlu kılmaktadır.

Ülkemizde vadeli işlemlerin takas işlemleri, Takasbank tarafından yerine getirilmektedir. Tüm menkul kıymetlerin Takasbank nezdinde saklanması, teminatlandırma sisteminin düzgün bir şekilde işlemesi, piyasanın işleyişi ve güvenliği açısından büyük önem taşımaktadır.

Teminat tutarlarının takas kurumlarına aktarılan karşı taraf riskinin azaltılmasını sağlayacak şekilde yüksek, aynı zamanda piyasadaki işlem hacminin azalmasını engelleyecek şekilde de makul düzeyde olmalıdır. Piyasadaki konumu nedeniyle Takasbank, piyasanın beyni durumundadır. Çünkü hem sermaye piyasası hem de türev piyasaların araçlarının takas işlemleri burada gerçekleşmektedir.

Takasbank'ın üyelerden ve müşterilerden aldığı teminat tutarının piyasada işlem yapacak yatırımcıları, piyasa fiyat değişkenliği ve volatilitesinde meydana gelebilecek dalgalanmalar sonucundaki fiyat risklerine karşı koruyacak düzeyde ayarlanmıştır.

VOB alım satımının en önemli özelliği, peşin teminata dayalı işlem yapılabilmesidir; teminatın asgari % 30'unun nakit bulundurulma zorunluluğu risk yönetiminin en önemli unsurlarındandır.

Belirli miktardaki yabancı para için gelecekteki kurun bugünden sabitlenmesine imkân tanıyan döviz dayalı vadeli işlem sözleşmeleri, gelecekte ortaya çıkan nakit akımlarının bugünden sabitlenmesine olanak sağlar.

Döviz vadeli işlem sözleşmelerinin sunmuş olduğu avantajlardan biri de, yayılma pozisyonu ile esnek yatırım stratejilerin uygulayabilme avantajı sağlamasıdır. Vadeli İşlem sözleşmesinde, yapıldığı tarihten itibaren her gün taraflar arasında tesis edilen teminat marjı oranları çerçevesinde nakit transferi gerçekleştirilmektedir, bu görevi Takasbank üstlenmektedir. Ülkemizde fiziki teslimat yöntemi kullanılmadığından dolayı, vadeli işlemlerin takası nakdi uzlaşma yöntemine göre yapılmaktadır ve Takasbank bu bağlamda teminat ayarlama işlemi yapmaktadır.

Nakdi uzlaşma yöntemine göre; borsada gerçekleşen son kullanım fiyatından uzun taraf olan kısa pozisyon kısa pozisyon olan taraf ise, uzun pozisyon alarak pozisyonlarını kapatırlar, hesaplar arası nakit transferi Takasbank tarafından gerçekleştirilmektedir.

Takas kurumları, her gün sonunda piyasaya göre uyarılma (mark to market) sistemini kullanarak açık pozisyonlara teminatlandırma kurallarını uygulamakta bu işlemden sonra takas üyelerinin hesapları arasında nakit aktarımlar takas bankaları nezdindeki hesaplar aracılığıyla gerçekleşmektedir.

Taraflar birbirlerine karşı değil, Takas Merkezi'ne karşı sorumlu olduklarından, karşı tarafın kredi riskinden de Takas Merkezi sorumludur. Takasbank; oluşacak riskleri üyelerinden aldıkları işlem teminatları, üyelerin katkı paylarıyla oluşturduğu Garanti Fonu, ilave sigorta ve kredi anlaşmaları, risk takibi gibi yöntemlerle kontrol altında tutmaktadır.

Gelişmiş vadeli işlem piyasalarında, takas merkezlerinin piyasa risklerinin minimuma indirilebilmesi için, çok büyük finansal kaynakları yönettikleri görülmektedir. Takasbank da, vadeli işlem piyasaları için risk yönetimini Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ile birlikte yapmaktadır.

Takas sisteminin işleyişinde, risk yönetim stratejileri büyük önem taşımaktadır. Çünkü takas kurumunun karşı karşıya kaldığı karşı taraf riskini, operasyonel riskleri, hukuki riski ve yatırım riskini elimine edecek stratejilerin geliştirilmesi gerekmektedir.

Ülkemizde de vadeli işlem piyasasını geliştirmek için, piyasadaki yatırımcıların beklentilerine uygun olacak değişimleri yapmak gerekmektedir. Yatırımcı grupları arasında özellikle şirketler, gerçek kişiler ve kurumsal yatırımcılara yönelik çaba gösterilmesi, şirketlere yönelik fiyat ve döviz kuru risklerinden korunma yöntemleri hakkında bilgilendirme toplantıları yapmak, bu piyasadaki işlevselliği artıracak ve bu piyasaları daha güvenli ve etkili hale getirecektir.

Teminatların bir miktar aşağıya çekilmesi, aracı kurumları rahatlatacaktır. Çünkü fiyat hareketlerinin istenmeyen yönde hareket etmesi, hesaptaki teminatın yetersiz olmasına yol açacaktır teminat oranlarının yüksek olması durumunda da yatırımcılar bu piyasaya daha az girmek isteyeceklerdir. Aynı zamanda büyük işlemler içinde, yüksek teminatlar yatırmak aracı kurumları zora sokmaktadır.

Aracı kurumlar, takas teminat hesaplarını döviz bazında kabul edememekte olması, teminatı döviz olarak tutmak isteyen yatırımcılar için dezavantaj oluşturabilmektedir. Dünya uygulamalarının aksine su an türev piyasalarda etkin bir ödünç piyasası bulunmamaktadır. Bunun nedenleri olarak da, teminat oranlarının yüksek olması ve tam oturmuş bir piyasasının olmaması gösterilmektedir. Bu açıdan ödünç piyasasının devreye girmesi, özellikle endeks sözleşmelerini olumlu etkileyecektir.

Spot piyasalarda olduğu gibi işlemlerini belirli üyeler aracılığıyla gerçekleştirip pozisyonlarını ve teminatlarını uluslararası tanınmış olan bankalarda tutmak isteyen yabancı yatırımcılar için “give up (pozisyon transferi)” adı verilen işlemlere olanak sağlaması ve fiziki teslimatın bazı kontratlarda uygulanabilmesi VOB’a olan ilgiyi artıracaktır.

Türev piyasaların etkin bir şekilde işleyebilmesi için, etkin bir spot piyasanın olması önemlidir. Ekonominin düzgün bir seyir izlediği ülkelerde, türev piyasaların daha kolay işlediği, gelişmekte olan ülkelerde ise ekonomik istikrarsızlıklar sonucu ortaya çıkan ekonominin daralması olgusu türev piyasaların da gelişimini olumsuz etkilemektedir.

Tutarlı para politikaları ile desteklenen istikrarlı bir ekonomik ortam ve kontrol altına alınmış enflasyon, tüm piyasaların düzgün bir şekilde işleyebilmesi için önemlidir. Çünkü yüksek enflasyon ortamlarında döviz kurları devamlı olarak artan bir görünüm sergilemektedir. Fakat türev piyasaların etkin bir şekilde işleyebilmesi için, fiyatların iki yönde de hareket edebilmesi gerekmektedir. Bu piyasalardan getiri elde etmek isteyen yatırımcılar, ancak değişken fiyatlar söz konusu olduğunda bu piyasalara girmek isteyeceklerdir.

Son olarak belirtmek gerekir ki; türev araç piyasaları kurulduğundan bu yana büyük aşamalar kaydetmiş, özellikle döviz ve endeks sözleşmelerinde işlem hacimleri önemli rakamlara ulaşmıştır. Genel ekonomi ve finans sektörünün performansına bağlı olarak daha çok gelişme gösterecek; yapılan düzenlemeler ve etkin bilgilendirme toplantıları ile gün geçtikçe daha çok yatırımcı tarafından tercih edilir etkin bir işleyişe kavuşacaktır.

KAYNAKLAR

ACARAVCI, Ali ve ÖZTÜRK, İlhan, “Finance – Growth Nexus: Evidence from Turkey”, **International Research Journal of Finance and Economics**, Volume: 30, Number: 11, pp. 8 – 10.

AKÇAOĞLU, Ertuğrul. **Finansal Ürünlerin Vergilendirilmesi**. Ankara: Turhan Kitabevi, 2002.

AKGİRAY, Vedat, “Finansal Yeniliklerin ve Risk Yönetiminin Ekonomik Kalkınmaya Katkıları”, **İMKB Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 5, s. 1 – 14.

AKGÜÇ, Öztin, **Finansal Yönetim**, İstanbul: Avcıol Yayınevi, 2010.

AKKUM, Tülin. “Döviz Opsiyonları ve Opsiyon Fiyatlama Modelleri”. İstanbul: **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**. Cilt: 29. Sayı: 1. 2008. s. 98.

AKSEL, Ayşe Eyüboğlu. **Futures Piyasaları**, İstanbul, İstanbul: Creative Yayıncılık – SPK Yayınları. Yayın No: 21. 1995.

ALPAN, Fulya. **Örneklerle Futures Anlaşmalar ve Opsiyonlar**. İstanbul: Literatür Yayınları. 2008.

ARIKAN, A. Naci, “Türev Ürünleri Menkul Kıymet midir?”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı: 200, 1998, s. 94 – 107.

AVCI, Emin; ÇİNKO, Murat ve ÇİNKO, Levent, “Hisse Senedi Portföylerinde Riskten Korunma”, **Maliye – Finans Yazıları Dergisi**, Yıl: 23, Sayı: 85, 2009, s. 27 – 38.

AYDIN, Erkan, “Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmelerinden Sağlanan Gelirlerin Gelir Vergisi Kanunu Geçici Madde 67 Kapsamında Vergilendirilmesi”, **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 25, Sayı: 2, 2008, s. 363 – 384.

AYDOĞAN, Kürşat, “Spot ve Vadeli İşlem Piyasaları İlişkisi Üzerine Bir Not”, İstanbul: **IMKB Dergisi**, Sayı: 2007, s. 36.

AYRIÇAY, Yüksel, “Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Piyasalara Olası Etkileri”, Kocaeli: **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı: 5, 2003, s. 1 – 19.

BAK, Başak, “Borsa Opsiyon Sözleşmesi”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 64, Sayı: 4, 2009, s. 39 – 77.

BARIŞIK, Salih ve DEMİRCİOĞLU, Elmas, “Türkiye’de Döviz Kuru Rejimi, Konvertibilite, İhracat – İthalat İlişkisi: 1980 - 2001”, **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 3, 2007, s. 71 – 84.

BAŞÇI, Savaş E. “Vadeli İşlem Piyasa Aracı Olarak Swap’ın İşleyişi ve Finansal Piyasalardaki Kullanımı”, Ankara: **Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi**, No: 12, 2003, s. 18 – 33.

BENER, Güngör. “Finansal Türevlerin Muhasebeleştirilmesi”. Erzurum: **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. Yıl: 2010. Cilt: 15. Sayı: 1 – 2. s. 189 – 215.

BERK, Niyazi, **Finansal Yönetim**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2008.

CHAMBERS, Nurgül R., **Türev Piyasalar**, İstanbul: Avcıol Yayınevi, 2008.

Danıştay 4. Dairesi’nin 07.11.2001 Tarih ve E:2001/2853, K:2001/4151 Sayılı Kararı.

“Dış Borç Verileri: Borç Stoku ve Borçlanma”, **Hazine Müsteşarlığı Resmi İnternet Sitesi**,
http://www.hazine.gov.tr/irj/go/km/docs/documents/Hazine%20Web/%C4%B0statistikler/Borc_Gostergeleri_Sunumu/borc_gostergeleri.pdf, Erişim:
16.11.2011.

“Dış Ticaret Hacmi: 2010”, **TÜİK Resmi İnternet Sitesi**,
<http://www.tuik.gov.tr/Gosterge.do?id=3488&metod=IlgiliGosterge>, Erişim:
16.11.2011.

DİNÇER, Nergiz N., **Döviz Kuru Dalgalanmalarının Asimetrik Etkileri: Türkiye Örneği**, DPT Uzmanlık Tezi, Ankara, 2005.

DÖNMEZ, Çetin Ali, **Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş**, İstanbul: İMKB Yayınları. 2009.

DÖNMEZ, Çetin Ali ve YILMAZ, Mustafa K., “Türev Piyasalar Finans Sektöründeki Dengenin Korunması Açısından Bir Tehdit Oluşturabilir mi?”, İstanbul: **İMKB Dergisi**, Sayı: 11, 1999, s. 49 – 83.

DÜLGER, Fikret ve CİN, M., Fatih “Türkiye’de Döviz Kuru Dinamiklerinin Belirlenmesinde Parasalcı Yaklaşım ve Eşbütünleşme Yöntemiyle Sınama”, **ODTÜ Gelişim Dergisi**, Cilt: 29, Sayı: 1 – 2, 2009, s. 47 – 68.

EDWARDS, Franklin R. & MA, Cindy W., **Futures & Options**, New York: Mc Graw Hill International Series in Finance, 1992, pp. 15.

ERGİNCAN, Yakup, **Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri: Portföy Yönetiminde Kullanımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, SPK Yayınları, Yayın No: 33, Ankara, 1996.

ERKUT, Cemal Hakan, **Vadeli İşlemler Piyasası ve Türkiye’de Gelişim Süreci**, Ankara: Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe Bilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2008.

EROL, Ümit, **Vadeli İşlem Piyasaları: Teorik ve Pratik**, İMKB Yayınları, İstanbul, 1999.

EROL, Ümit, **Futures Piyasaları: Teori ve Pratik**, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 190, 2008.

EROL, Ahmet, **Finansal Kurumların Denetimine İlişkin Yasal Düzenlemeler**, TÜRMOB Yayınları, Yayın No: 102, Ankara, 2009.

ERSAN, İhsan, **Finansal Türevler**, İstanbul: Literatür Yayıncılık, 2007.

GAGO, Umurcan, “ABD’de Swap Sözleşmeleri’nin Vergilendirilmesi”, **Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Cilt: 3, Sayı: 5, 2009, s. 14 – 31.

GÖK – KILIÇ, Arzu, **Döviz Dayalı Türev Araçlar ve Kamu Borç Yönetimi Kapsamında Kullanılabilirliği**, Ankara: Kamu Finansmanı Genel Müdürlüğü Hazine Müsteşarlığı Uzmanlık Tezi, 2002.

GÖKÇE, Deniz, **Para ve Finans Ansiklopedisi**, Creative Yayınları, İstanbul, 1996.

GÖKMEN, Habil, “Risk Yönetim Aracı Olarak Vadeli İşlem Sözleşmelerinin KOBİ’ler Açısından Önemi: İzmir Vadeli İşlemler Borsası (VOB) Örneği”, İzmir: **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt: 10, Sayı: 2, 2008, s. 152 – 169

GÜMÜŞELİ, Saniye, **Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri**, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, 1994.

GÜVEN, Vedat, **TRL Bacaklı Döviz Gelecek Sözleşmeleri ve Borsası**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Ankara, 2004.

HACIOĞLU – DENİZ, Müjgan, **Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş**, İstanbul: Ural Yayınevi, 2011.

KARADAĞ, İbrahim, “Vadeli İşlem Piyasalarında Türev Ürünlerinden Biri: Forward İşlemlerin Hukuki Yapısı, Vergisel Boyutu ve Muhasebe İşleyişi”, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı: 60, 2007, s. 108 – 109.

KARAN, Ceyda, **Türkiye’de Döviz Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri Takası ve Uygulaması**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2007.

KARAPINAR, Aydın, **İleri Düzeyde SPK Lisanslama Sınavlarına Hazırlık**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2004.

KARATEPE, Yalçın, **Türev Piyasaları: Futures, Opsiyon, Swap**, Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, Yayın No: 587, 2007.

KARSLI, Muharrem, **Sermaye Piyasası, Borsa ve Menkul Kıymetler**, İstanbul: İrfan Yayıncılık, 1994.

KAYGUSUZOĞLU, Mehmet, “Finansal Türev Ürünlerinden Forward Sözleşmeleri ve Muhasebe İşlemleri”, Erzurum: **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 25, Sayı: 2, 2006, s. 140 – 155.

KORKMAZ, Turhan, **Hisse Senedi Opsiyonları**, Ekin Kitabevi, Bursa, 1999.

KORKMAZ, Turhan ve AÇIKGÖZ, Ersin, “VOB’da İşlem Gören Döviz Futures Sözleşmelerinin Değeri İle Piyasadaki Likit Döviz Miktarı Arasındaki İlişki”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 29, Temmuz – Aralık 2007, s. 63 – 81.

NURCAN, Belma, **Türev Araç Piyasalarının İşlemlerinin Vergilendirilmesi ve Örnek Ülke Uygulamaları**, T.C. Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, 2005.

ORAL, Erdoğan ve KAYACAN, Murat, “Finansal Türevlere Ne Zaman Başlanmalı?: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Örneği”, İstanbul: **İMKB Dergisi**, Yıl: 2, Sayı: 5, 1999, s. 32.

ÖNDE, Kerem, **Döviz, Emtia ve Hisse Senedi Vadeli İşlem Sözleşmeleri, VOB Üye Temsilcisi Eğitimi Ders Notları**, İstanbul, 2011.

ÖRTEN, Remzi ve ÖRTEN, İpek, **Türev Finansal Araçlar ve Muhasebe Uygulamaları**, Ankara: Gazi Kitabevi, 2007.

ÖZALP, Pınar, **Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi İçindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları**, Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi, 2007.

ÖZGÜLBAŞ, Nermin, “Finansal Sistemin Yapısı ve İşleyişi”, Ankara: **Başkent Üniversitesi Eğitim Bilimleri Fakültesi Dergisi**, Sayı: 2, 2007, s. 5 – 13.

ÖZŞAHİN, Kerem, **Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği**, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 1999.

SEYİDOĞLU, Halil, **Uluslararası Finans**, Güzem Cem Yayınları, Yayın No: 19, İstanbul, 2003.

Takasbank'ın 808 ve 880 No'lu Genel Mektupları.

TALU, Hülya, “Türev Ürünler Pazarındaki Gelişmelerin Muhasebe Eğitimine Katkısı”, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, Cilt: 2, Sayı: 2, 2000, s. 15 – 32.

TOPÇU – KIRAÇ, Özlem, **Döviz Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri ve Türkiye Uygulaması**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1999.

Türev Araçlar. Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu. İstanbul: Sermaye Piyasası Yayınları. 2006.

Türev Araçlar, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi, Türev Araçlarla Arbitraj ve Korunma, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Lisans Eğitimi Ders Notları, İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) Yayınları, 2007.

Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, İstanbul: VOM Yayınları, 2011.

Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu, BDDK Yayınları, İstanbul, 2006.

Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Değerlendirme Raporu, BDDK Yayınları, İstanbul, 2011.

UYSAL, Tolga, **Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Üye Temsilcisi Eğitimi Ders Notları**, İstanbul, 2011.

Vadeli İşlem Borsaları İçin Temel Rehber: Futures ve Options, İzmir Ticaret Borsası Yayınları, Yayın No: 51, İzmir, 1993.

Vadeli İşlemler Piyasaları (Türev Piyasalar) – IMKB Eğitim Seti, İstanbul: IMKB Yayınları, 2010.

Vadeli İşlemler Borsası Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, VOB Yayınları, İstanbul, 2010.

Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası SPK Konferansı Bildirileri, Bolu: VOB Yayınları, 2003.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. Takas Üyeliği Eğitim Ders Notları, İstanbul: TAKASBANK IMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. Yayınları, 2011.

VOB Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri Kullanım Kılavuzu, VOB Yatırımcı Rehberi, İstanbul, 2011.

“VOB Borsa Yıllık Verileri: 2005”, **VOB Resmi İnternet Sitesi**, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>., Erişim: 15.11.2011.

“VOB Borsa Yıllık Verileri: 2006”, **VOB Resmi İnternet Sitesi**, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>., Erişim: 15.11.2011.

“VOB Borsa Yıllık Verileri: 2009”, **VOB Resmi İnternet Sitesi**, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>., Erişim: 15.11.2011.

“VOB Yıllık Borsa Verileri: 2010”, **VOB Resmi İnternet Sitesi**, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/detailsPage.aspx?tabid=614>., Erişim: 15.11.2011.

“Vadeli İşlem Sözleşmelerinden Elde Edilen Gelirlerin Vergilendirilmesi Raporu”, **VOB Resmi İnternet Sitesi**, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/vobVergilendirmeRaporu.pdf>., Erişim: 17.11.2011.

VOB Haber Bülteni, VOB Yayınları, İstanbul, Ocak 2010.

VOB' Takas ve Temerrüt Esasları Genelgesi.

VOB Yönetmeliği.

YETİZ, Filiz, **Finansal Sistemin Yapısı, Finansal Derinleşme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türk Finans Sistemi**, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Adana.

YILMAZ, Mustafa Kemal, **Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, İstanbul: Der Yayınları, 2007.

YILMAZ, Mustafa Kemal, “Ekonomik Parametreler Çerçevesinde Döviz Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Türkiye’de Gelişimi ve Kur Riski Yöntemi Açısından Değerlendirilmesi”, **İktisat, İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl: 22, Mayıs 2007, s. 62 – 74.

YURTSEVEN, Erdinç, **Türevler ve Kullanımları**, Reasürör Dergisi, Sayı: 54, 2004, s. 19 – 26

ZÜGÜL, Muhittin ve GEZER, Muazzez, “Menkul Kıymetler Borsası İle Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının Karşılaştırılması”, Celalabat: **Kırgızistan İktisat ve Girişimcilik Üniversitesi Türk Sosyal Bilimler Enstitüsü Akademik Bakış Dergisi**, Sayı: 11, 2007, s. 12.

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu.

6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu.