

TÜREV ÜRÜNLER VE İŞLEYİŞİ*

Melek ACAR BOYACIOĞLU**

ÖZET

Bankalar para, sermaye ve uluslararası piyasalarda faaliyet gösterirken bir takım risklere maruz kalırlar. Değişen döviz kurları ve faiz oranları bankaların kontrol altına almaları gereken önemli risk türleridir. Söz konusu risklerin yönetimi için bir dizi finansal teknik geliştirilmiştir. Bu çalışmada döviz kuru ve faiz oranı risklerinden korunma teknikleri incelenmekte, yapıları, işleyişleri, türleri, avantajları ve dezavantajları hakkında bilgi verilmektedir.

1. Giriş

Uluslararası finans piyasalarında döviz kuru ve faiz oranları 1945'den 1970'lerin ilk yıllarına kadar çok az değişim göstermiştir. Döviz kurlarındaki istikrar, 1945'de uygulamaya başlayan Bretton Woods Ayarlanabilir Sabit Kur Sistemi sayesinde sağlanmaktaydı. 1973 yılında Bretton Woods sisteminin sona ermesiyle uluslararası alanda faaliyet gösteren bankalar, döviz kurlarının sürekli dalgalanma göstermesi sonucunda ciddi şekilde kur riski ile karşı karşıya kalmışlardır. Yine aynı dönemde uluslararası piyasalarda faiz oranlarındaki dalgalanmalar ve sabit faizle borçlanmanın yanı sıra değişken faizle borçlanma eğiliminin artması, faiz riski sorununu da gündeme getirmiştir.

Bütün bu koşullar altında daha önceleri fazla önemsenmeyen döviz ve faiz riski yönetimi için bir dizi finansal teknik uygulamaya konulmuştur. Özellikle 1980'lerin ilk yarısından itibaren bu tekniklerde büyük patlama olmuş ve uluslararası finans piyasalarında kullanım hacimleri gittikçe genişlemiştir. Risk yönetiminin yanında spekülasyon amaçla da kullanılan bu teknikler; forward, futures, swap, opsiyon, faiz garanti anlaşmaları ve forward faiz anlaşmaları (FRA) dır³⁴ ve türev ürünler³⁵ olarak adlandırılmaktadır.

* Bu çalışma S.U. Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalında yapılan yüksek lisans tezinini özetidir.

** Selçuk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü Araştırma Görevlisi.

³⁴ The Corporate Dept Market Manual, The Impact of Derivative Instruments, January 1993, s. 15.

Bu çalışmada, döviz kuru ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların oluşturduğu risklere karşı geliştirilen yeni finansal teknikler tanıtılmakta, yapısı, işleyişi, türleri, avantajları ve dezavantajları hakkında bilgi verilmektedir.

2. Forward İşlemler ve İşleyişi

Forward işlemleri, herhangi bir malın ileri bir tarihte teslimi şartıyla vadesi, miktarı ve fiyatının taraflarca bugünden belirlenerek sözleşmeye bağlanmasıdır³⁶.

2.1. Forward İşlemlerin Türleri

Forward işlemler outright ve swap olarak başlıca iki şekilde gerçekleştirilir.

Outright veya düz forward işlemler tek taraflı vadeli işlemlerdir. Bu tür işlemler, spekülatif amaçlarla kullanılmaya da uygundur. Düz forward işlemlerde belirli bir miktar dövizin ileri bir tarihte satılması veya alınması söz konusudur. Şayet spekülatörlerin tahminleri doğru çıkarsa vade sonunda kar, çıkmazsa zarar gerçekleşir³⁷.

Swap işlemleri³⁸, vadeli (forward) ve vadesiz (spot) işlemlerden oluşan bir kombinasyondur. Başka bir ifadeyle, spot alıp forward satmak veya spot satıp forward almaktadır. Vade geldiğinde spot alışverişin tersi yapılır ve genelde alışveriş aynı taraflar arasında gerçekleştirilir. Her swap işleminde ilk alım ya da satımın yapılacağı vade olan bir kısa ayak ile bir uzun ayak³⁹ vardır⁴⁰. Kısa vadeli işlemler içerisinde forward-forward swap anlaşmaları yaygın olarak yapılmaktadır. En çok kullanılan kısa vadeli swaplar şunlardır⁴¹: Overnight, tam/next, spot/next ve valördür.

Diğer forward işlemleri içerisinde ise; uzun vadeli forward döviz kontratları (LTFX), vade opsiyonlu forward kontratları (option date forward

³⁵ Bu çalışmada, döviz kuru ve faiz oranı risklerinden korunma teknikleri, türev ürünler (derivatives) ve risk yönetim araçları kavramları aynı anlamda kullanılmıştır.

³⁶ U.S. General Accounting Office (GAO), Financial Derivatives, Actions Needed to Protect the Financial System, Washington, May 1994, s. 25.

³⁷ Ali Ceylan, Finansal Teknikler, Uludağ Üniversitesi Basım Evi, Bursa, 1993, s. 32-34.

³⁸ Burada söz konusu olan swap işlemleri, ileride açıklanacak olan para ve faiz swaplarından farklı bir yapıya sahiptir. Finans literatüründe her iki işlem de swap olarak nitelendirilmekte, bu da kavram karmaşasına yol açmaktadır.

³⁹ Kısa ve uzun ayak, swap işlemlerinde vadeyi temsil etmektedir. Örneğin, overnight swap işleminde kısa ayak bugün, uzun ayak bir sonraki iş günüdür.

⁴⁰ Şenay Eryürek, Uluslararası Bankacılıkta Döviz Pozisyonu ve Döviz Ticareti, Anadolu Bankası Eğitim Yayınları No. 3, Hilal Matbaacılık Kolektif Şirketi, Ankara, 1987, s. 70.

⁴¹ Sudi Apak, Uluslararası Finansal Teknikler, Analiz, Teori, Uygulama, Emlak Bankası Yayınları, İstanbul, Eylül 1992, s. 77-78.

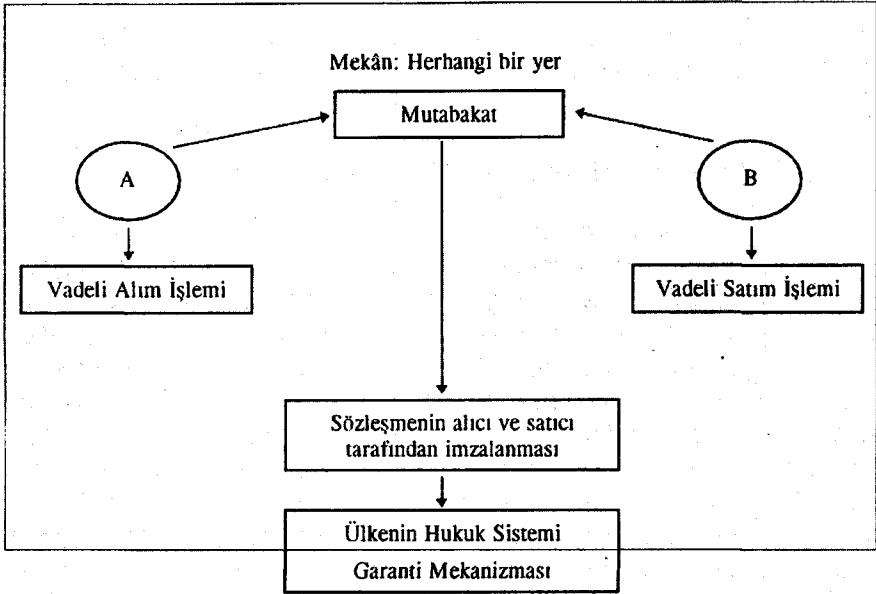
contracts), döviz bekletme hesapları (currency hold accounts), üst üste vadeli forward opsiyonları ve dolaylı forward anlaşmaları girmektedir.

2.2. Forward İşlemlerinin Yapısı ve İşleyişi

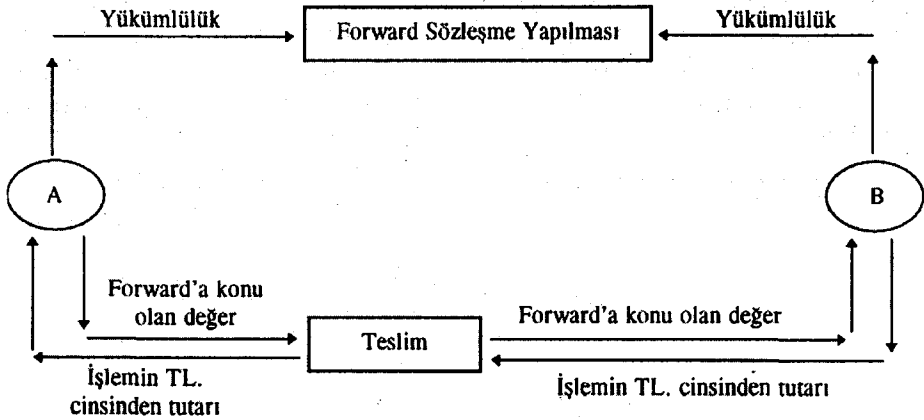
Forward işlemlerin başlıca yapısal özellikleri ve işleyişi şu şekilde sıralanabilir: • Forward işlemler, merkezi bir pazar yeri olmayan ve bankalarla müşterileri arasında gerçekleşen işlemlerdir. • Vadeli işlemler, çeşitli iletişim araçları ile gerçekleştirilmekte ve fiyatlar müşterinin saygınlığına göre değişmektedir. • Forward sözleşmeler standart sözleşmeler değildir. Sözleşme tarafları, mal ile ilgili tüm ayrıntıları serbestçe belirlerler. Sözleşmeye; miktar, teslim tarihi, vade, fiyat, teslim şekli ve benzeri bilgiler dahil edilir. • Vadeli işlem sözleşmeleri üçüncü kişilere devredilmez. Bu nedenle sözleşmelerin iptal edilmesi tarafların mutabık kalmalarıyla mümkündür. Ayrıca sözleşmelerin takas edilmeleri de söz konusu değildir. Forward işlemleri teslimle son bulur. • Taraf veya tarafların kredi değerliliğinden şüphe olmadığı sürece kontrat süresinde hiçbir fon akışı olmaz. Eğer böyle bir durum söz konusu ise bir tarafın ya da iki tarafın teminat olarak depozito yatırmaları gerekir. • Şayet kontratta belirtilen miktarda fon elde mevcutsa veya ileride girmesi bekleniyorsa bu forward kontratı karşılıklı (covered) bir kontrattır. • Şayet kontratta ifası gereken fonlar elde mevcut değil de ileriki bir tarihte spot piyasadan satın alma yoluyla tedarik edilecekse, bu forward kontratlar karşılıksız (uncovered) kontratlardır⁴².

Forward işlemlerinin işleyişi aşağıdaki gibi şekillendirilebilir.

⁴² Haluk Yılmaz AYTEKİN, Bankacılıkta Döviz ve Faiz Yönetimi Teknikleri ve Türkiye Uygulaması, T. Halk Bankası Eğitim Md. Yayınları, Ankara, 1994, s. 36.



Şekil 1: Forward Sözleşmenin Tamamlanması



Şekil 2: Forward Sözleşmenin Sona Ermesi

2.3. Forward Piyasaların Temel Fonksiyonları

Forward piyasaların iki temel fonksiyonu vardır. Bu fonksiyonlardan birincisi, gelecekte yapılan işlemlerdeki kur riskini ortadan kaldırmaktır⁴³. İkincisi ise forward piyasaların spekülâtif amaçlı kullanımındır.

⁴³ Interest Rate Risk Management Series, "Hedging Interest Rate Exposure", 1. Edition, BFF Financial Publishing, London, 1992, s. 49.

2.4. Forward Anlaşmalarının Avantajları

Forward anlaşmalar, spot döviz kurundaki dalgalanmalar göz önüne alınmaksızın, satın alınan veya satılan parayı belirli bir döviz kurundan kesinleştirir. Başlıca dövizler için bir yıla kadar çok likit bir forward piyasa bulunur. Bu da istenilen döviz cinsinden hedging yapmak için esneklik sağlar. Ayrıca forward anlaşmalar vadesinde yerine getirildiğinde nakit akışları kontrol edilebilir. Diğer bir avantaj da, forward kurların faiz oranı farklılıklarına rağmen güvenilir bir şekilde hesaplanabilmesidir.

2.5. Forward Anlaşmalarının Dezavantajları

Forward anlaşmalarda, kontrat vadesinden önce satın alınan paranın döviz kurundaki düşme muhtemel kazançlardan mahrum olmaya neden olur. Dolayısıyla forward anlaşmaların dezavantajlarından birisi fırsat maliyetidir. Bir başka dezavantajı da taraflardan birinin sorumluluğunu yerine getirememesinin doğurduğu risktir. Bir başka deyişle kredi riskidir⁴⁴.

3. Futures İşlemleri ve İşleyişi

Futures kontratlar, bir finansal varlığın gelecekteki bir tarihte önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden satın alınması veya satılması için iki taraf arasında yapılan sözleşmelerdir.

Futures kontratlar, döviz futures kontratları, faiz futures kontratları ve borsa endeksi futures kontratları olmak üzere üç türden oluşmaktadır. *Döviz futures kontratları*, sözleşme sahibinin gelecekteki bir tarihte önceden belirlenmiş bir döviz kurundan belirli bir tutarda döviz elde etmesini sağlayan standart bir anlaşmadır. Her kontrat aynı miktarda döviz kapsayacak şekilde standart hale getirilmiştir. *Faiz futures kontratları*, faiz getiren finansal araçların gelecekte belirlenen bir tarihte, yine önceden belirlenen bir faiz oranı üzerinden takas edilmesidir. Kısa ve uzun vadeli futures kontratları olmak üzere iki şekilde uygulanmaktadır. Kısa vadeli faiz futures kontratlarına konu olan değer, ulusal para cinsinden miktarı ve süresi belirlenmiş hazine bonolarıdır. Uzun vadeli faiz futures kontratlarına konu olan değer ise standart miktarda devlet tahvilleridir. *Borsa endeksi futures kontratları*, belirli fiyat endeksi ile değeri belirlenen hisse senedi portföyünün, ileri bir tarihte fiyatı bugünden tespit edilmek koşuluyla alınıp

⁴⁴ Saniye Gümüseli, Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri, TBB Yayını, No. 179, Ankara, 1994, s. 39.

satılmasını içeren futures kontratlarıdır. Bu kontratlar, hisse senedinden oluşan portföyleri riske karşı korumak amacıyla geliştirilmiştir.

3.2. Futures Kontratların Yapısı ve İşleyişi

Futures kontratlarında bir işlem, bir pozisyon açılması veya kapatılması şeklinde tanımlanır. Futures kontratının başlangıcındaki açılış ya da kapanış, alıcı veya satıcı için bir açık pozisyon (open position) durumu oluşturur. Satıcı sahip olmadığı bir malı sattığında "short-kısa" pozisyonundadır. Alıcının pozisyonu kontrat malın gelecekteki satın alımını içerdiğinden "long-uzun" pozisyon olarak düşünülür⁴⁵.

Futures sözleşme yapmak isteyen alıcı veya satıcının aracı kuruluşla bir anlaşma yapmasını takiben, müşteri satmak veya almak istediği mal veya hizmetin cinsini ve miktarını belirtir. Böylece sözleşme o mal üzerinde konulan standardizasyon çerçevesinde hazırlanmış olur⁴⁶. Futures kontratlar, bu konuda uzmanlaşmış belirli borsalarda gerçekleştirilir.

Futures kontratlarda pozisyon kapatma iki şekilde olur:

1. Satıcı kısa pozisyonu kapatmak için açığını kapatacak kadar sözleşme satın alarak, alıcı ise elinde bulunan sözleşme karşılığı kadar sözleşme satarak pozisyonunu kapatabilir.

2. Malın teslimi ya da alınması yoluyla da pozisyon kapatılabilir. Satıcı malı teslim ederek, alıcı da malı teslim alarak pozisyon kapatabilir. Fakat uygulamada malın teslimi işlemine çok az rastlanır.

3.3. Futures İşlemlerinin Avantajları

- Futures işlemlerinin taraflara ve ekonomiye yaptığı en önemli katkı risk minimizasyonudur. Futures işlemler ile piyasalarda fiyat dalgalanmalarından doğabilecek zarar riski bertaraf edilir. Genel ekonomi açısından ise üretici ve yatırımcıların piyasa risklerinin bankacılık sektörüne ve spekülörlere aktarılmasında önemli bir fonksiyonu icra ederler.
- Gelecek üzerindeki belirsizliği azaltmasından dolayı, gerek üretici gerekse mali kesime ileriye dönük planlar yapma imkanı tanımakta ve bu piyasaların olmaması halinde katlanılan stoklama, sigortalama ve finansman maliyetlerini en aza indirmektedir.
- Futures piyasalar, düşük maliyetli

⁴⁵ Torben Juul Andersen, Currency and Interest Rate Hedging, A User's Guide to Options, Futures, Swaps and Forward Contract, New York Institute of Finance, New York, 1987, s. 36.

⁴⁶ Yusuf Erdem, Vadeli İşlem Piyasaları ve Türkiye'de Oluşan Ekonomik Şartları, Türkiye Kalkınma Bankası Araştırma ve Planlama Md., Ankara, 1993, s. 83.

olduğundan spekülâtörler için diğ er yatırım araçlarına göre aynı riskle daha çok kazanç elde etme imkanı oluşturan piyasalar olarak kabul edilip, tercih edilmektedir⁴⁷. • Şirketler futures piyasalarda oluşan bilgileri özellikle fiyat ve finansman konusunda bir karar alma aracı olarak kullanılırken; futures işlemler belirli bir malın şu anki vade fiyatı hakkındaki bilginin iyileştirilmesi ile ilgili piyasaların etkinliğinin sağlanması ve bu piyasaların birbirleri ile entegrasyonun artırılmasını sağlarlar⁴⁸. • Futures piyasalarda oluşan fiyatlar şirketler açısından iyi bir tahmin aracı olarak da kullanılabilir. • Futures piyasalar, mali enstrümanlar üzerine düzenlenen sözleşmeler aracılığıyla menkul kıymetler borsasının gelişimine de önemli katkılarda bulunurlar. • Futures piyasalar, spot piyasalarda gerek spekülasyon ve gerekse arbitraj yoluyla fiyat etkinliği sağlayarak tüketiciye destek olurlar. • Bu piyasalar yeni yatırımlar oluşturarak ülkedeki atıl fonların ekonomiy e yönlendirilmesine yardımcı olurlar.

3.4. Futures İşlemlerin Dezavantajları

• Futures sözleşmelerin standart oluşu, tarafların istedikleri nitelik ve miktarlar üzerine sözleşme düzenlemelerini engellemektedir. Vade standardının konulması ise risk minimizasyonu için piyasaya girenlerin bu amaçlarını yerine getirmelerini engellemekte ve tarafları "baz riski"⁴⁹ ile karşı karşıya bırakabilmektedir. Futures piyasalarda riskten kaçanlar (hedger), aynı zamanda kar olanaklarından da mahrum kalmaktadır. • Spekülâtörler futures piyasalarda likiditenin sağlanması yönünde önemli bir fonksiyonu icra ederken, bu piyasalarda miktara ilişkin rakamların rehber olma özelliklerini kısıtlamakta, yanlış yönlendirmelere yol açabilmektedir. • Futures piyasalar ekonomi ile sıkı ilişki içerisinde olduklarından, piyasadaki en küçük güvensizlik veya bir aracı kuruluşun iflası gibi durumlar bütün ekonomiy e büyük bir rahatsızlığa ve buhrana sokabilir. Bu nedenle kamunun bu piyasaları iyi takip etmesi, aracı kuruluşların mali yapılarının güçlü olmasına dikkat etmeleri gerekmektedir. Bu piyasalarda iç denetim mekanizmasının ve piyasad a düzenleme kuruluşlarının öncelikle oluşturulması gerekmektedir⁵⁰.

⁴⁷ Erdem, a.g.e., s. 100.

⁴⁸ Defne Özkan, Yeni Finansal Piyasalar (Opsiyon ve Vadeli Piyasalar), Ankara, 1990, s. 32.

⁴⁹ Baz riski, spot piyasa ile futures piyasa arasındaki fiyat farklılıklarından kaynaklanan risktir.

⁵⁰ Erdem, a.g.e., s. 102.

4. Swap İşlemleri ve İşleyişi

Swap, piyasalar arasında arbitraj fırsatları oluşturan ve iki karşı tarafın önceden belirlenen ödeme planlarını değiştirme konusunda anlaştıkları finansal işlemlerdir. Swap işlemi, piyasalarda borç alma veya tahvil çıkarma nedeniyle maruz kalınabilecek özellikle faiz oranı veya döviz bazlı etkilerin en aza indirilmesine yardımcı olan bir tekniktir⁵¹.

4.1. Swap Türleri

Çok çeşitli swap türleri olmakla birlikte yapıları itibarıyla swaplar ikiye ayrılırlar. Bunlar; para swapı ve faiz swapıdır. Diğer swap türleri bu iki temel yapının değişik varyasyonlarıdır.

Para swapı (currency swap), farklı iki para birimindeki mevcut veya beklenen borçlara (veya alacaklara) sahip iki tarafın, kendi borçlarını (veya alacaklarını) değiştirmeye (veya swap etmeye) mutabık kaldıkları bir işlem olarak tanımlanmaktadır⁵². Tipik bir para swapı üç aşamalıdır: • Farklı paralara gerek duyan iki borçlu tarafından ana para tutarları değiştirilir. • Swap sözleşmesi boyunca faiz ödemeleri değiştirilir. • Sözleşme bitiminde ana paralar iade edilir⁵³.

Para swapları daha çok döviz riski yönetimi, düşük maliyetli fon temini, kısıtlanmış piyasalara ulaşma ve yatırım getirisinin para birimini değiştirmek amacıyla kullanılmaktadır⁵⁴. Para swapı uygulamada temel olarak üç şekilde yapılmaktadır. Bunlar; sabit faizli para swapı, sabit faizden değişken faize para swapı ve değişken faizden değişken faize para swapıdır.

Sabit faizli para swapı (fixed rate currency swap), farklı birimlerden oluşan aynı büyüklükteki iki ayrı para paketinin vade tarihinde orijinal birimleri üzerinde anlaşılmış bir kur hesabıyla geri ödenmek üzere birbirleriyle değiştirilmesidir⁵⁵.

Sabit faizden değişken faize para swapı (cross currency fixed to floating rate swap), vadedeki ana para ödemeleri de dahil olmak üzere, taraflardan biri değişken faizli belirli bir para cinsinden borcunu, sabit faizli başka bir para birimine dönüştürürken; karşı taraf sabit faizli borcunu değişken faizli başka bir para birimine çevirmektedir⁵⁶.

⁵¹ Pelin Alpergin, "Hedging", Bankacılar Dergisi, Sayı 1, Nisan 1990, s. 64.

⁵² Satyojit Oas, Swap Financing, FFR Publishing Ltd., 1989, s. 37.

⁵³ İhsan Ersan, Bankalarda Döviz Yönetimi, TBB Yayınları, No. 150, s. 28-29.

⁵⁴ John McCormick, "Currency Swaps", Management of Currency Risk, Volume 2, Euromoney Publication, 1986, s. 9.

⁵⁵ Şenol Babuşcu, Toptancı Bankacılık ve Türkiye Uygulaması, T. Halk Bankası Eğitim Md. Yayınları, Ankara, 1991, s. 58.

⁵⁶ Öztin Akgüç, Finansal Yönetim, Avcıol Basım-Yayın, 6. Baskı, İstanbul, 1994, s. 702.

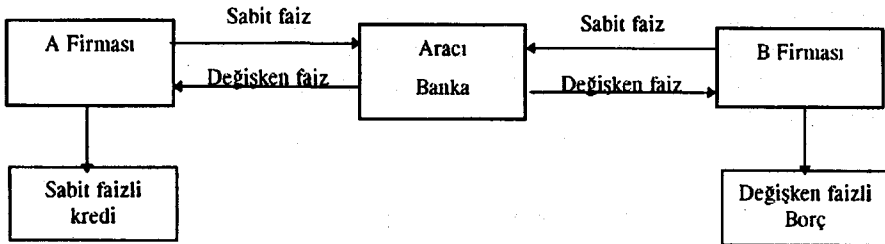
Değişken faizden değişken faize para swapı (floating to floating currency swap), bir para biriminden değişken faiz ile borçlananların bu borcu başka bir değişken faizli borca çevirebilmelerine imkan sağlar. Böylelikle değişken faiz piyasalarındaki karşılaştırmalı borçlanma avantajlarından yararlanılmış olur⁵⁷.

Faiz swapı (interest rate swap), sabit faizi değişken faize, değişken faizi sabit faize, LIBOR'u Prime Rate'e veya Prime Rate'i LIBOR'a çevirmek şeklinde faiz ödemelerinin niteliğini değiştirerek borç ödemelerinin yapısını farklılaştırma işlemidir. Klasik uygulamada aynı tutar ve vadedeki borçların faizlerini değiştirmek suretiyle swap yapılmaktadır.

Faiz swapını para swapından ayıran en büyük farklılık, bir faiz swapında ana paranın ne başlangıçta ne de vade sonunda değiştirilmemesidir. Bu swap türünde sadece faizler karşılıklı olarak değiştirilir⁵⁸.

Uluslararası mali kuruluşlar, çok uluslu şirketler, bankalar ve küçük firmalar tarafından kullanılabilen faiz swapının işleyişi şu şekildedir: • A firması sabit faizli tahvil piyasasında borçlanır. • B firması bankalardan değişken faizle borçlanır. • Faiz akışları aracı banka yoluyla swap edilir. • A firması değişken faizi öder ve sabit faiz alır. • B firması ise sabit faizi öder, değişken faiz alır.

Katılımcıları belirlenen ve faiz akışını gösteren faiz swapı Şekil 3'de gösterilmektedir.



Şekil 3. Faiz Swapı

Faiz swapının değişik türleri de mevcuttur. Bunlar; kupon swapı, sıfır kupon swapı, baz swapı, aktif (sentetik) faiz swapıdır.

⁵⁷ Arman Kırım, "Döviz ve Faiz Swapları", Bankacılar Dergisi, Sayı 2, 1990, s. 32.

⁵⁸ Tog-Shen Sun, Suresh Sundaresan, Ching Wang, "Interest Rate Swaps", International of Financial Economics, Volume 34, No 1, August 1993, s. 78.

4.3. Swap İşlemlerinin Avantajları

• Swaplar oldukça esnek mali araçlardır ve çok karışık nakit akımlarının yönetilmesinde kullanılırlar⁵⁹. • Faiz swapı ana parayı içermemekte, yalnızca faiz ödemelerine konu olmakta, dolayısıyla üstlenilen risk de ana parayı içermemekte ve sadece faiz kapsamında kalmaktadır.⁶⁰. • Faiz oranlarında uzun vadede görülen belirsizlikler, büyük miktarlardaki borçların dalgalı faizler üzerinden gerçekleştirilmesini teşvik etmektedir. Ancak bu yöntemle girişimciler, aldıkları büyük miktarlı ve uzun vadeli değişken faizli borçların faizini swapa sokarak sabit faize dönüştürme imkanı bulmaktadırlar. • Swap kredi işleminden farklı olduğu için bir şirket önce krediyi alıp, arkadan swap kanalıyla fiili faizi belirleme imkanına sahip olabilmektedir. Diğer taraftan şirket, henüz kredisini almadan dahi kredinin çıkarılması işleminin gecikmesi veya faiz oranlarında ani bir yükselme beklenmesi gibi nedenlerle faiz swapına girebilmektedir. Ayrıca swap yapan şirket, kendi borç senedinde öngörülen faiz taksitlerinin ödeme takvimini değiştirme imkanını bulmaktadır. • Swap bağlantısı krediden farklı olarak son derece hızlı bir şekilde gerçekleştirilmektedir. Uygulamada genellikle telefonla kurulan bağlantılar daha sonra telekse bildirilerek birkaç dakika gibi kısa bir sürede anlaşma yapılabilmekte, böylelikle kırtasiye işlemlerinin maliyeti de önemli ölçüde düşürülmektedir. • Swap işlemi sadece swapı ilk talep eden şirket açısından değil, işleme katılan tüm taraflar için karlı olabilmektedir. Bununla beraber kar düzeyi, swapa sokulan değer (counter-party) pazarlaması ile önemli ölçüde ilgili görünmektedir. • Swap işlemleri bilanço dışı kalem niteliği taşıdığından, bilançoda gösterilmeyen getiriler firma için ek bir finansman kaynağı olmaktadır⁶¹. • Swaplar, piyasalar ve mali enstrümanlar arasında bir bağ niteliği taşımaktadır. Böylelikle firma ve kuruluşlara yeni piyasalara girebilme kolaylığı sağlanmaktadır.

4.4. Swap İşlemlerinin Dezavantajları

• Özel taraflar arasında yapılmakta olan swap işlemi, taraflardan birinin ödemeleri gerçekleştirmemesi durumunda sona erecektir. Taraflar faiz riskini azaltmak isterken bir anda yeni bir ödememe riskinin etkisi altına girebilirler. • Ödememe riskine karşı teminat, kredi mektubu veya üçüncü kişiler garanti gösterilerek önlemler alınabilir, bu da maliyetleri artırır. • Bir

⁵⁹ Interest Rate Risk Management Series, a.g.m., s. 100.

⁶⁰ Levent Varlık, "Swap", Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, 10-14 Ekim 1986, s. 13-14.

⁶¹ Niyazi Erdoğan, Uluslararası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi ve Çağdaş Finansman Teknikleri, Hazırlık Baskı, İstanbul, 1993, s. 40.

firma için swap gibi karmaşık görünen borçlanma yerine, kendisine uygun şartlarda borçlanma daha cazip gelebilir.

5. Opsiyon İşlemleri ve İşleyişi

Opsiyon sahibine belirli bir kıymeti, belirli bir tarihte veya belirli bir süre içerisinde, önceden belirlenen bir fiyattan satma veya satın alma hakkı veren bir sözleşmedir⁶². Her opsiyon anlaşmasında en az iki taraf mevcuttur. Bunlardan opsiyon hakkını yani opsiyon anlaşmasında belirtilen spesifik değeri satın alma veya satma ayrıcalığını elinde bulunduran tarafa opsiyon sahibi; bu hakkı opsiyon sahibine sağlayan tarafa da opsiyon yükümlüsü denilmektedir. Opsiyon sahibi açısından anlaşmada belirtilen değer satın alınması veya satılması bir hak olup, mecburiyet getirmez. Buna karşılık opsiyonu kullandıran taraf, piyasa koşulları doğrultusunda anlaşma sırasında belirlenmiş fiyat üzerinden opsiyonu teslim ederek anlaşma şartlarını uygulamak zorundadır. Opsiyon kullanıcısı elde ettiği bu esneklik karşılığında opsiyonu kullandıran tarafa prim öder. Böylelikle sınırsız getiri imkanı sağlarken, riski belirli bir düzeyle sınırlamış olur⁶³. Opsiyonlar, döviz, faiz, hisse senedi, hisse senedi endeksi ve emtia ürünleri üzerinde alınıp satılabilir.

5.1. Opsiyon Türleri

Temel olarak iki farklı opsiyon türünden söz etmek mümkündür. Bunlar; belirli bir fiyattan satın alma hakkı tanıyan opsiyonlar (call options) ile, belirli bir fiyattan satma hakkı tanıyan opsiyonlardır (put options).

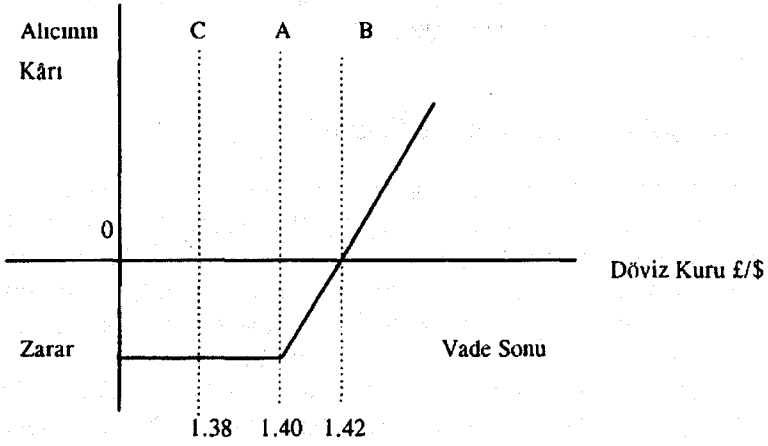
5.1.1. Satın Alma Opsiyonu

Satın alma opsiyonu alıcısına belirli bir tarihe kadar ya da belirli bir tarihte opsiyon yazıcısından, belirli bir hisse senedinin belirli sayıdaki miktarını, sözleşmeyle saptanmış fiyat üzerinden satın alma hakkı tanır. Satın alma opsiyonundaki uygulama fiyatı genellikle söz konusu hisselerin cari fiyatından yüksektir. Bir alım opsiyonu sahibinin vade sonundaki kar/zarar profili Şekil 4'de gösterilmektedir⁶⁴.

⁶² Robert Timpkins, *Options Explained*, Stockton Press, New York, 1991, s. 2.

⁶³ Selda Kırdaroğlu, Figen Saklar, "90'ların Çağdaş Finans Teknikleri", *Bankacılar Dergisi*, Sayı 7, Ocak 1992, s. 51.

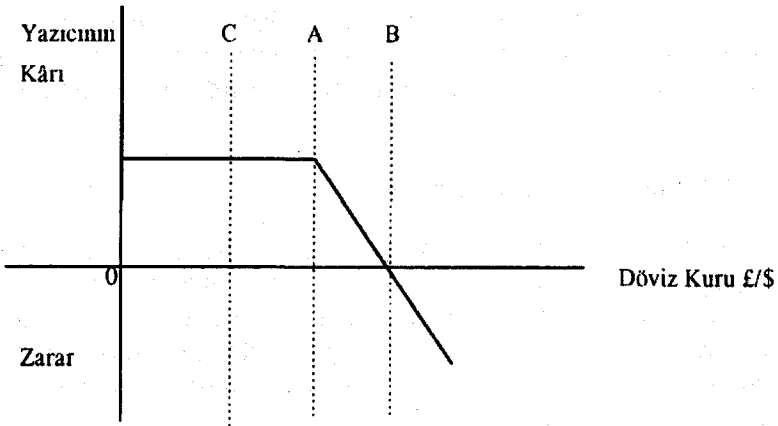
⁶⁴ Quintin Price, *Warrants, Options, Convertibles*, IFR Publishing Ltd., 1990, s. 45.



Şekil 4: Alım Opsiyonu Alıcısının Kar/Zarar Profili

Alım opsiyonuna sahip olan kişi tarafından karşı karşıya kalınan maksimum risk veya zarar opsiyon için başlangıçta ödenen primdir.

Opsiyon yazıcısı ise, alıcı ile ters yönde beklenti içerisindedir. Bir alım opsiyonu yazıcısının vade sonundaki kar/zarar profili Şekil 5'de yer almaktadır.



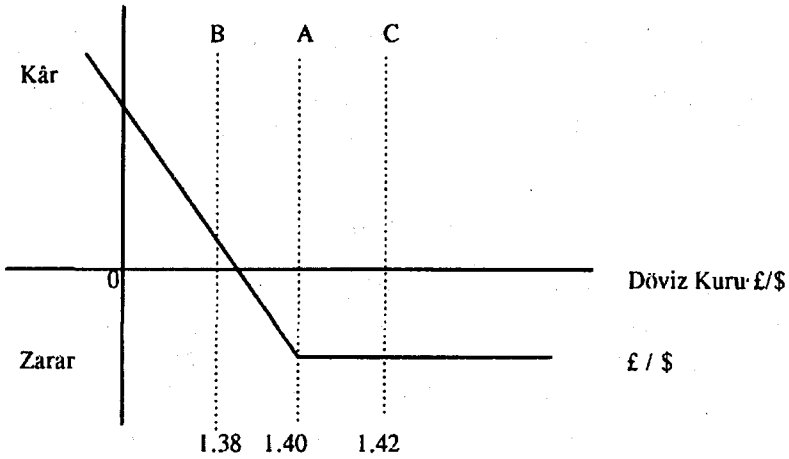
Şekil 5: Alım Opsiyonu Yazıcısının Kar/Zarar Profili

Şekil 4 ile Şekil 5 karşılaştırıldığında; alıcının kârı yazıcının zararını, alıcının zararı ise yazıcının kârını oluşturmaktadır. Alıcının zararı primle

sınırlıyken, satıcının zararının teorik olarak sınırsız olması, satan tarafın daha çok risk üstlenmesi sonucunu doğurur.

5.1.2. Satma Opsiyonu

Satma opsiyonu, alıcısına belirli bir tarihe kadar ya da sadece belirli bir tarihte opsiyon yazıcısına, belirli bir hisse senedinden belirli sayıda miktarı, sözleşmeyle saptanmış fiyat üzerinden satma hakkı tanır. Satıcı taraf ise, opsiyon sözleşmesiyle üstlendiği yükümlülüğü yerine getirmek zorundadır. Satma opsiyonlarında uygulama fiyatı genellikle söz konusu hissenin cari fiyatının altında belirlenir⁶⁵. Bir satım opsiyonu sahibinin vade bitimindeki kar/zarar profili Şekil 6'da gösterilmektedir⁶⁶.

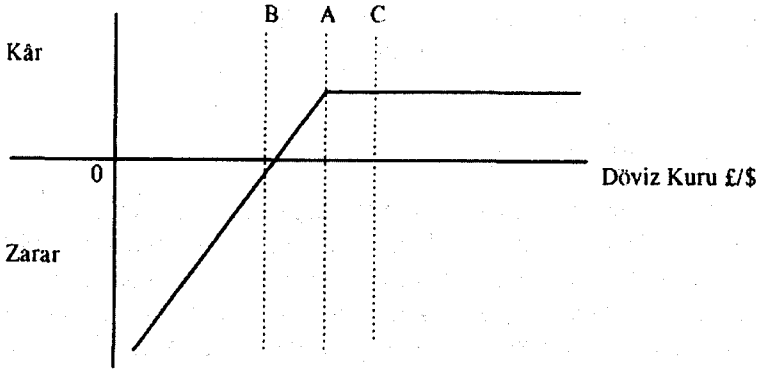


Şekil 6: Satım Opsiyonu Alıcısının Kar/Zarar Profili

Opsiyon yazıcısı ise, alıcısı ile ters yönde beklenti içerisindedir. Bir satım opsiyonu yazıcısının vade sonundaki kar/zarar profili Şekil 7'de gösterilmektedir.

⁶⁵ Simon Eaden, Options Hedging & Arbitrage Pricing, Volatility and Volition Models, Institutional Investor Publication, 1992, s. 111.

⁶⁶ Cem M. Horullu, "Opsiyonlar, Call ve Put", Trend Dergisi, 24 Nisan 1994, s. 82.



Şekil 7: Satım Opsiyonu Yazıcısının Kar/Zarar Profili

Şekil 7'de görüldüğü gibi hisse senetlerinin piyasa fiyatı düştükçe satma opsiyonu sahibi kazançlı çıkarken, satıcı zarara uğrar.

5.1.3. Diğer Opsiyon İşlemleri

Satın alma ve satma opsiyonlarının yanı sıra, alıcı ve satıcının anlaşmaları koşulu ile istedikleri türden ve istedikleri şartları taşıyan opsiyonlar oluşturulabilir. Satın alma ve satma opsiyonlarının kombinasyonları olarak straddle, strip ve spread opsiyonları da mevcuttur.

Straddle, bir varlık için aynı uygulama tarihi ve fiyatı ile bir satın alma ve bir de satma opsiyonu kombinasyonundan oluşur. *Strip*, bir hisse senedi için aynı uygulama tarihi ve fiyatı ile bir satın alma ve iki satma opsiyonunun birleşmesiyle oluşturulur. *Strap*, bir hisse için aynı uygulama tarihi ve fiyatı ile iki satın alma ve bir satma opsiyonunun birleştirilmesiyle oluşturulur. Alıcı fiyatın yükseleceğini tahmin etmektedir. *Spread*, straddle'a benzemekle birlikte, ondan farkı satın alma ve satma opsiyonlarının farklı uygulama fiyatlarına sahip olmalarıdır.

5.1.4. Amerikan ve Avrupa Tipi Opsiyonlar

Opsiyon piyasalarında süre bakımından iki değişik uygulama vardır. Avrupa opsiyon piyasalarında opsiyon hakkı yalnız vade sonunda kullanılabilir (European options). Amerikan opsiyon piyasalarında ise, opsiyon hakkı vade içinde istenildiği zaman kullanılabilir (American options). Böylelikle Amerikan opsiyonları yatırımcıya vade içinde zaman zaman durum muhakemesi yapmak suretiyle opsiyonunu hemen kullanma ya da biraz

daha bekleme konusunda karar verebilme avantajı sunmaktadır⁶⁷. Amerikan opsiyonları sağlamış oldukları bu esneklikten ötürü Avrupa opsiyonlarına kıyasla bir miktar daha pahalıdır⁶⁸.

5.1.5. Finansal Piyasalarda Opsiyon Türleri

Finansal piyasalarda opsiyon türleri; hisse senedi opsiyonu, hisse senedi endeksi opsiyonu, döviz opsiyonu, faiz opsiyonu, altın opsiyonu, borsa ve banka opsiyonlarından oluşmaktadır.

5.1.5.1. Hisse Senedi Opsiyonu

Sahiplerine belirli bir hisse senedini önceden belirlenmiş bir fiyattan, belirli bir süre içinde satın alma veya satma hakkı veren sözleşmelerdir. Hisse senedi opsiyonları, opsiyon borsalarında işlem görürler. Daha çok riskten korunmak ve kar amacıyla kullanılırlar. Hisse senedi opsiyonları ikiye ayrılmaktadır: • *Spot Hisse Senedi Opsiyonu*: Kullanıldığında sözleşmede yer alan hisse senedinin kendisinin teslimi ile sonuçlanan opsiyonlardır. • *Hisse Senedi Gelecek Sözleşmesi Üzerine Opsiyon (Hisse Senedi Future Opsiyonu)*: Bu tür opsiyon kullanıldığında hisse senedine dayalı gelecek sözleşmesinin teslimi ile son bulur.

5.1.5.2. Hisse Senedi Endeksi Opsiyonu

Borsanın göstergesi olan endeksler üzerinden yapılan opsiyon işlemleridir. Belirli bir borsa fiyat endeksi ile değeri belirlenen hisse senedi portföyünü, fiyatı bugünden sabitlemek koşulu ile belirli bir vade içinde ya da sonunda satın alma veya satma hakkı veren opsiyonlara denir. Hisse senedi endeksi opsiyonları, hisse senedi opsiyonları gibi yatırımcılar açısından spekülasyon, riskten korunma ve ilave gelir elde etmek için kullanılabilir⁶⁹.

⁶⁷ William Sutton, *The Currency Options Handbook*, 1988, s. 27.

⁶⁸ C. James van Horne, *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall Publishing, New Jersey, 1992, s.

120.

⁶⁹ Ali Ceylan, Turhan Korkmaz, *Uygulamalı Portföy Yönetimi*, Ekin Kitapevi, Bursa, 1993, s. 165.

5.1.5.3. Döviz Opsiyonu

Döviz opsiyonları, vadeli işlemlere oranla daha esnek olan alım satım yükümlülüğü yerine, yabancı paraları önceden belirlenmiş temel bir fiyat üzerinden gelecekteki bir tarihte satın alma veya satma hakkı tanıyan işlemlerdir⁷⁰. Borsada işlem gören döviz opsiyonları; spot dövizler ve döviz futures kontratları üzerine yazılan opsiyon kontratlarıdır. Spot dövizler üzerine yapılan opsiyonların kullanılması durumunda opsiyon sahibine kontrat miktarı kadar spot döviz teslim edilir ya da alınır. Buna karşılık futures kontratları üzerine yazılan opsiyonların kullanılması durumunda ise, opsiyon sahibine satın almış olduğu kontrat tutarı kadar futures kontratı teslim edilir⁷¹.

Döviz opsiyon işlemlerinin futures ve forward işlemlerine göre üstünlüğü; opsiyon satın alındığında döviz riskinin ödenen prim miktarıyla sınırlı olması, riske karşı korunurken potansiyel kar olasılığının varlığı ve bu işlemlerin risk yönetiminde esnekliği artırmasıdır⁷².

Döviz opsiyonlarında hisse senetlerine kıyaslandığında ödenen opsiyon primi yüksek, buna mukabil kontrol edilen yatırımın hacmi de büyüktür⁷³. Genel olarak döviz opsiyonları borsada ve borsa dışında işlem görebilir. Borsa dışında işlem gören opsiyonlar bankalar tarafından sunulmaktadır. Opsiyonları kullanma kararı verildiği anda ne tür bir süreç uygulanacağı borsa tarafından belirtilir. Borsanın kendi kurallarına göre kullanma ihbarı yapılır ve bunu izleyen belirli sayıda gün sonra dövizler satın alma opsiyonu sahibine teslim edilir⁷⁴.

5.1.5.4. Faiz Opsiyonu

Faiz opsiyonu, opsiyon yazıcısı tarafından belirli bir prim karşılığında opsiyon sahibine satılan bir enstrümandır⁷⁵. Bu günden ya da ileride herhangi bir tarihten itibaren belirli bir süre içinde belirli bir faiz üzerinden borçlanmayı veya borç verme hakkını elde etmeyi sağlayan anlaşmalardır.

Faiz opsiyonları bir yandan hedging, diğer yandan ise spekülasyon amacıyla kullanılmaktadır. Faiz opsiyonları ile hedging etkinliğinin altındaki temel dürtü, ileriye yönelik faiz değişimlerinin oluşturacağı faiz riskini ortadan kaldırmaktadır. Döviz opsiyonlarında olduğu gibi faiz opsiyonları da

⁷⁰ Dave Clarke, "Currency Options", Corporate Finance, Foreign Exchange Yearbook, October 1993, s. 21.

⁷¹ "Currency Options", Derivatives, May 1993, s. 17.

⁷² Sutton, a.g.e., s. 84.

⁷³ Yılmaz Ergolgaç, Profesyonel Para Yönetimi, İnkılap Kitapevi, İstanbul, 1995. s. 166.

⁷⁴ Kırım, a.g.m., s. 41.

⁷⁵ Interest Rate Management Series, a.g.m., s. 79.

borsa ve banka opsiyonları olarak iki farklı piyasada alınıp satılmaktadır. Bu piyasalarda işlem gören faiz opsiyonları; mevduat-kredi opsiyonları ve faiz futures opsiyonlarıdır⁷⁶.

Mevduat-kredi opsiyonu satın alan taraf belirli bir vade içinde, belirli bir ana parayı ya bugünden ya da ileride herhangi bir tarihten itibaren belirli bir süre içinde, belirli bir faiz oranı üzerinden borçlanma ya da borç verme hakkını elde etmiş olur. Opsiyonun kullanılması durumunda, opsiyon satan taraf ana parayı mevduat olarak kabul etmek ya da kredi vermek zorunda değildir. Opsiyonun ana parası yalnızca faiz farkı hesaplamasına parasal bir taban getirmek içindir. Zira ana paralar genelde el değiştirmez. İkinci bir nokta ise, telafi ödemesi yapılırken temel alınacak olan piyasa faiz oranı olmalıdır (örneğin LIBOR) ve bu da opsiyon anlaşmasında belirtilmek zorundadır.

Faiz futures opsiyonunun sahibi opsiyonunu kullanırsa, bu durumda kendisine vadesine belirli bir süre kalmış olan bir futures kontratı verilir. Bu opsiyonlar borsa opsiyonu özelliği taşırlar. Düz faiz futures kontratı satın almak yerine futures opsiyonu satın almanın en temel avantajı, futures fiyatlarındaki değişmelerin neden olabileceği kayıplara karşılık prime eşit olan bir alt sınır getirmektir. Futures fiyatlarındaki alıcı lehine olan değişmelerden yararlanma imkanı da açık bırakılmaktadır. Özellikle bankalar arası rekabette önemli bir avantaj oluşturduğundan, bankaların sıklıkla başvurduğu bir opsiyon türüdür⁷⁷.

5.1.5.5. Altın Opsiyonu

Bu tür opsiyonlarda, opsiyon konusu olan altının el değiştirmesi söz konusu değildir. Bunun ana nedeni, altının taşıma zorluğu ve borsada ya da uygun bir yerde muhafaza edilmesidir. Bu nedenle altın opsiyonlarında, anlaşmada belirlenen altın fiyatları bir endeks rakamı gibi dikkate alınır. Altın üzerine opsiyonlarda genellikle 24 ayar külçe altının piyasa fiyatı esas alınır. Bir çok ülkede anlaşma birimi olarak ons kullanılmakta ise de birimin gram olarak belirlenmesinde herhangi bir sakınca yoktur⁷⁸.

5.1.5.6. Borsa ve Banka Opsiyonları

Opsiyon piyasaları, bazı standart özelliklerin belirleyici olduğu borsa opsiyon piyasaları ile esnekliğin hakim olduğu banka (Over The Counter-OTC) opsiyon piyasaları olmak üzere ikiye ayrılır.

⁷⁶ Kırım, a.g.m., s. 43.

⁷⁷ Ceylan, Korkmaz, a.g.e., s. 166.

⁷⁸ Ceylan, a.g.e., s. 225.

Borsa opsiyonları organize opsiyon borsalarında alınıp satılır. Bu opsiyonların temel özellikleri şunlardır: Standartlaşma, halka açık fiyatlandırma, takas merkezi (clearing house) ve marjin sistemi.

Banka (OTC) opsiyonları, müşteri ile banka arasında ve birebir bazda karşılıklı olarak alınıp satılırlar. Banka opsiyonlarda standartlar olmayıp, en temel özelliği esnekliktir. Yani miktar, vade ve kullanma fiyatları müşteri gereksinimlerine göre belirlenir. Vadeler daha uzun olup, takas merkezi gibi bir risk üstlenici kurum yoktur. Banka döviz opsiyon piyasasında opsiyonlar dolara karşı olmak zorunda değildir ve çapraz döviz opsiyonu yapmak da mümkündür.⁷⁹

Banka opsiyonlarının da kendi içerisinde değişik türevleri bulunmaktadır. Bu ürünlere genel olarak egzotik opsiyonlar denmektedir. Egzotik opsiyonlar; barrier option, average price (Asya) option, knock-out/knock-in option, look-back options ve best of several assets option şeklinde sıralanabilir.⁸⁰

Barrier option, opsiyona konu olan varlığın fiyatı daha önceden tespit edilen sınıra ulaştığında kullanılır, sınırı geçtiğinde ise kullanılmaz⁸¹. Average price (Asian) option, sahibine opsiyonu vade süresince ortalama bir fiyattan kullanma imkanı verir⁸². Knock-out option, bir barrier opsiyon türüdür. Şöyle ki; opsiyonun vadesi içerisinde herhangi bir noktada sınıra ulaşıldığında opsiyon süresi sona erer. Knock-in option bunun tam tersidir⁸³. Look-back option, sahibine opsiyonun süresi içerisinde en düşük fiyattan alma ve en yüksek fiyattan satma hakkı verir. Best of several assets option, sahibine süresi içerisinde opsiyona konu olan varlılardan en yüksek getiriyi sağlayana seçme hakkı tanır⁸⁴.

5.3. Opsiyonların Kullanım Alanları

Opsiyonlar türlerine göre farklı alanlarda kullanılmaktadır. Örneğin, döviz opsiyonları döviz riskinden korunmak ve spekülasyon için

⁷⁹ Kırım, a.g.m., s. 40.

⁸⁰ Micheal Desa, "Emerging Markets and Options", Foreign Exchange Yearbook, 1993, s. 27.

⁸¹ "Ins and Out of Barrier Options", Corporate Finance Risk Management & Derivatives Yearbook, 1994, s. 26.

⁸² Sara Sillivan, "Average Price Options Offer The Benefit of Hindsight", Corporate Finance, February 1993, s. 15.

⁸³ "Knock-out Options: When and How to Use Them", Corporate Finance, June 1993, s. 52.

⁸⁴ "Exotic Currency Options", Derivatives, May 1993, s. 23.

kullanılmaktadır. Finans yöneticileri, yabancı para birimli alacak ve borçlarını koruma veya gelir elde etme amacını güderler. İhracattan dolayı dolar alacağı olan bir işletme, döviz kuru riskinden korunmak amacıyla dolar alım opsiyonu satışı veya dolar satım opsiyonu alımı yapabilir. Hedging amacıyla opsiyon piyasalarını kullanan tarafın, döviz spot hareketleri hakkında mutlaka bir beklentisinin olması gerekir⁸⁵.

Yabancı ülkelerde ihalenin sonuçlanmasına kadar geçecek süredeki döviz kuru dalgalanmalarından korunmak için döviz opsiyonları kullanılır. Döviz opsiyonları spekülasyon amacıyla da kullanılmaktadır. Örneğin, doların TL cinsinden fiyatının artacağını düşünen bir yatırımcı satın alma opsiyonu alabilir. Beklentisi gerçekleşirse yatırımcı opsiyon hakkını kullanarak kar elde eder.

Büyük ölçüde bankalar tarafından satın alınan faiz opsiyonları, faiz dalgalanmalarından kaynaklanan risklerden korunmaya veya kar elde etmeye yarayan araçlardır.

Menkul kıymetlerle ilgili opsiyonlar, sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelere yaygın olarak kullanılmaktadır. Organize olmuş borsalarda işlem gören opsiyonların organize olmamış borsalarda veya banka opsiyon piyasalarında işlem gören opsiyonlara göre bazı üstünlükleri vardır. Bunlar; değişim maliyetlerinin düşüklüğü, likidite kolaylığı, standart kullanma fiyatları, standart vadeler ve organize olmuş ikinci piyasaların varlığıdır⁸⁶.

6. Faiz Garanti Anlaşmaları

Faiz garanti anlaşmaları faiz oranı riski yönetiminde kullanılmaktadır. Faiz garanti anlaşmalarında en önemli nokta tek bir döviz cinsi üzerinden düzenlenmeleridir. Türleri; faiz tavan anlaşması (cap), faiz taban anlaşması (floor) ve faiz tünel anlaşması (collar)dir. Bu ürünler swap ve opsiyon işlemleriyle birlikte kullanılmaktadır.

6.1. Faiz Tavan Anlaşması

Bir banka ile bir firma arasında yapılan faiz tavan anlaşma firmanın ödeyeceği değişken faiz oranının belirli bir limitin üstüne çıkma halinde, bankanın bu limit ile maliyet arasındaki farkı firmaya ödeyeceği taahhüt etmesidir⁸⁷. Banka bu anlaşmayı firmadan alacağı belirli bir ücret karşılığında yapar. Firma bu ücreti ödemek suretiyle gelecekteki borçlanma

⁸⁵ M. D. Fitzgerald, Financial Options, London, 1987, s. 228.

⁸⁶ John C. Cox, Mark Rubinstein, Options Markets, Prentice-Hall Inc., New Jersey, 1985, s. 44.

⁸⁷ Clive Grumball, Managing Interest Rate Risk, Woodhead-Faulkner Ltd., Cambridge, 1987, s. 110.

maliyetinin belirli bir limitin üzerine çıkmasını engellemiş olur. Böyle bir anlaşma ile hem sabit faizle borçlanmak yerine değişken faizle borçlanma, hem de tavan satın almak yoluyla aşırı faiz yükselmelerinden korunmak ve faizler düştüğü takdirde bundan yararlanmak mümkün olur.

Faiz tavan anlaşmalarında ana paranın değişmesi söz konusu değildir. Vadeleri 3 ay ile 12 ay arasında değişir. En önemli dezavantajı, büyük tutarların söz konusu olduğu durumlarda yüksek oranlarda peşin prim ödenmesidir⁸⁸.

6.2. Faiz Taban Anlaşması

Faiz taban anlaşması, bu işlemi üstlenen taraf ile bunu satın alan taraf arasında yapılan ve yatırımcının değişken faizli getirilerinin belirli bir süre zarfında belirli bir düzeyin altına düşmesini sınırlayan bir işlemdir⁸⁹. Piyasa faiz oranları belirlenen tabanın altına düşerse, faiz taban anlaşmasını üstlenen taraf yatırımcıya faiz geliri ile üzerinde anlaşılan faiz tabanı oranı arasındaki fark kadar ödemede bulunur. Piyasa faiz oranları taban seviyesinin üzerinde ise hiçbir ödemede bulunmaz⁹⁰. İleride faiz oranlarında meydana gelebilecek düşüşler karşısında yatırımcı faiz taban anlaşması satın alarak belirli bir prim ödemek suretiyle kendisini faiz oranlarındaki düşüşlere karşı korumuş olur. Faiz taban anlaşmasının en önemli dezavantajı yüksek prim ödemesidir.

6.3. Faiz Tünel Anlaşması

Faiz tünel anlaşması faiz tavan ve taban işleminin birlikte yapılmasıdır. Aynı anda faiz tavan alınıp, faiz taban satılmak suretiyle faiz ödemelerinin belirli bir tavan ve taban seviyeleri arasında dalgalanması sağlanır ve bu şekilde ödenecek primler azaltılmış olur. Bunun tersi bir işlem ile yatırımcı faiz gelirinin tavan ve taban seviyesini faiz tavan işlemini üstlenerek ve faiz taban işlemini satın alarak gerçekleştirir. Faiz tünel işleminin en önemli avantajı, ödenecek primin tek başına tavan veya taban faiz anlaşmalarına göre daha düşük olmasıdır. Buna karşılık, faiz tünel anlaşmaları hak sahibini faiz oranlarındaki değişimin riskine karşı tümüyle korumamaktadır⁹¹. Aşağıda faiz garanti anlaşmalarının her üçü de şekilde gösterilmektedir⁹².

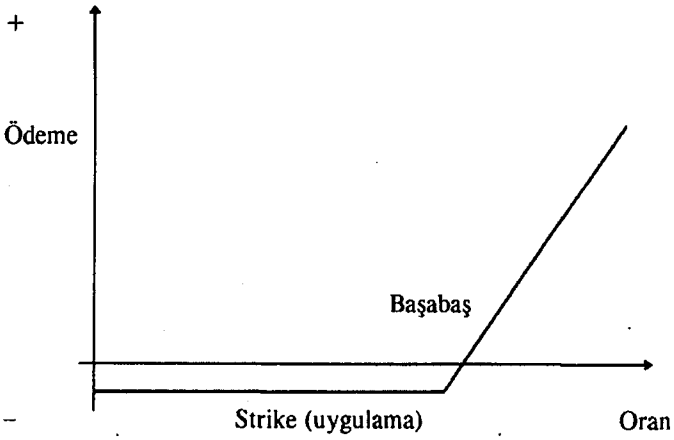
⁸⁸ Gümüşeli, a.g.e., s. 81.

⁸⁹ Satyogit Das , Swap Financing, FFR Publishing Ltd., 1989, s. 57.

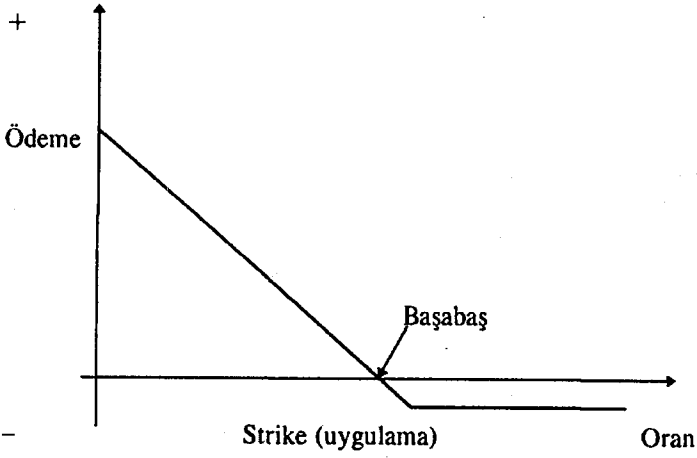
⁹⁰ Aytekin, a.g.e., s. 84.

⁹¹ Akgüç, a.g.e., s. 712.

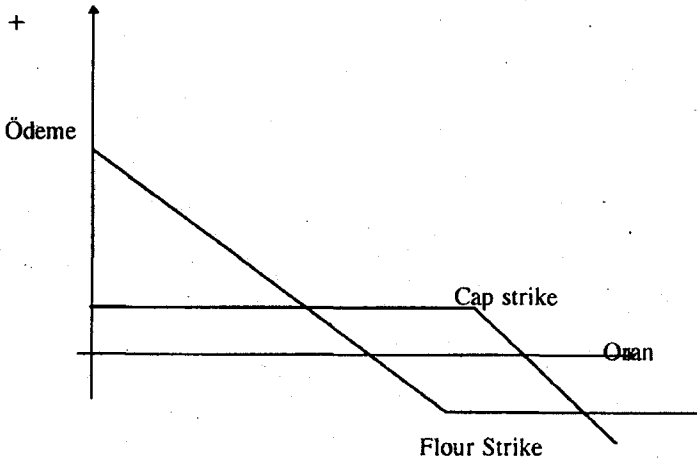
⁹² "Options As An Alternative", Corporate Finance Risk Management and Derivatives Yearbook, 1994, s. 20-21.



Şekil 8: Satın Alınan Bir Faiz Tavan Anlaşmasının Ödeme Profili



Şekil 9: Satın Alınan Bir Faiz Taban Anlaşmasının Ödeme Profili



Şekil 10: Satın Alınan Bir Faiz Tünel Anlaşmasının Ödeme Profili

Son olarak faiz garanti anlaşmalarının içerisine giren bir diğer işlem de faiz koridorlarıdır (corridors). Bu işlemde bir koridor satın alan taraf, belirli bir kullanma fiyatı üzerinden bir faiz tavan satın alıp, daha yüksek bir kullanma fiyatı üzerinden bir başka faiz tavan satar. Burada amaç primi düşürmektir. Ancak buna karşılık riskten koruma seviyesine bir üst sınır getirmektedir⁹³.

7. Forward Faiz Anlaşmaları

Forward faiz anlaşması (forward rate agreements-FRAs), iki tarafın faiz oranlarında gelecekte olabilecek değişimlere karşı kendilerini korumak için yaptıkları bir anlaşmadır⁹⁴. FRA'ların belli başlı özellikleri şu şekilde sıralanabilir: FRA'lar iki taraf arasında basit bir sözleşme şeklinde yapılır. Sözleşme tarafların isteklerine göre esnek bir nitelik taşır. Doğrudan mutabakat imkanı vardır. Sözleşme yeni bir fiyattan karşı bir FRA anlaşmasıyla kapatılabilir.

FRA'ların kullanım alanları ise; değişken faizli kredilerin borçlanma maliyetini iki yıla kadar sabitlemek, ileride çekilecek kredilerin faiz oranını şimdiden iki yıla kadar sabitleyerek garanti altına almak, herhangi bir

⁹³ Kırım, a.g.m., s. 44.

⁹⁴ "Forwards, FRAs and SAFEs: An Exposition", Corporate Finance, May 1993, s. 10.

dönemde ortaya çıkabilecek fonlara uygulanacak faiz oranının iki yıla kadar bir süreyle peşinen garantilemektir.

7.1. Forward Faiz Anlaşmalarının İşleyişi

FRA'larda faiz garantisi, anlaşmanın yapıldığı tarihte üzerinde anlaşılan faiz oranı ile faiz süresinin başlangıç tarihindeki piyasa faiz oranlarının kıyaslanması ve aradaki farkın taraflardan birinin diğerine ödenmesi şeklinde sağlanmaktadır. Bu durumda FRA satın alan yani borçlanan taraf faizlerin yükselmesi halinde satıcıdan bir telafi ödemesi alır. Diğer taraftan faiz oranlarının düşmesi durumunda FRA satan tarafa FRA satın alan taraftan telafi ödemesi yapılır. FRA'ların mutabakatı genellikle kontrat süresi başında gerçekleştirilir. Kontrat süresinin ilk günü mutabakat tarihi (settlement date) olarak belirlenir. Telafi ödemeleri peşin avans şeklinde, faiz ödemeleri ise kontrat süresi sonunda yapıldığından, FRA telafi ödemelerinin kontrat süresi kadar iskonto edilmesi gerekir. Telafi ödemesi şu formülle hesaplanır⁹⁵:

$$\text{Telafi Ödemesi} = (P-F) \times A \times S / 36.000$$

Burada; P LIBOR oranı, F üzerinde anlaşılan forward kuru, S anlaşma dönemi gün sayısı ve A anlaşma meblağıdır.

7.2. Forward Faiz Anlaşmalarının Türleri

Forward faiz anlaşmalarının en önemli türleri; FRA serileri, FRA ve forward kontratlarının birlikte kullanımı ve forward spread anlaşmalarıdır (FSA).

FRA serileri, sabit faiz oranlı bir kredi veya yatırım oluşturmak amacıyla kullanılırlar. FRA serileri, faiz ödemelerini kitleyerek bütün bir ödeme dönemi boyunca faiz oranlarındaki değişmelere karşı korunma sağlarlar. Bu anlaşma, faiz swapları ile birlikte kullanıldığında sentetik FRA denilen bir tür oluşur.

Forward spread anlaşması (FSA), iki tarafın iki farklı döviz cinsinden (bunlardan biri mutlaka ABD doları olmalıdır) LIBOR faiz farklılıklarındaki olası değişmelere karşı kendilerini korumak için yaptıkları bir anlaşmadır. FSA'lar döviz riskine karşı korunma amacıyla düzenlenmezler. Tipik kullanıcıları, aktifleri bir döviz cinsinden pasifleri başka bir döviz cinsinden olan bankalar ve şirketlerdir. Bu enstrüman iki döviz cinsinden uygulanan bir FRA yapısındadır. Fakat daha çok bir döviz swapına benzer. Kısa vadeli piyasalarda döviz swaplarına bir rakip olarak da düşünülebilir.

FRA'ların alım satımı taraflardan birinin diğerine ödemede bulunması yükümlülüğünü içerdiğinden burada bir kredi riski söz konusudur. Fakat FRA

⁹⁵ Das, a.g.e., s. 49.

işlemlerinde kredi riski ana paralar el değiştirmediklerinden yapılacak telafi ödemesi ile sınırlıdır. Bu nedenle bankalar, FRA kontrat süresi başlangıcına kadar bir teminat almaktadırlar.

SONUÇ

Önceleri sadece mevduat toplayıp, kredi veren bankalar, uluslararası piyasaların gelişmesiyle bu piyasalardan da fon sağlama ve yatırım yapma imkanı bulmuşlardır. Özellikle Bretton Woods sisteminin yıkılmasıyla değişken döviz kurları ve faiz oranları, bankalar için kontrol altına alınması gereken bir risk unsuru haline gelmiştir. Bu dönemde risk yönetimi amacıyla gerçekleştirilen bir çok finansal teknik birbiri ardına ortaya çıkarak kısa bir sürede büyük işlem hacimlerine ulaşmıştır. Uluslararası faaliyete bulunan bir çok banka, geleneksel bankacılığın önemini yitirmesi ve finans kesiminde artan rekabetin etkisiyle gerek kendi pozisyonunu yönetmek, gerekse müşterilerine yeni bir hizmet sunmak amacıyla risk yönetim tekniklerini kısa bir sürede benimseyerek uygulamaya başlamışlardır. Bu teknikler; forward, futures, swap, opsiyon, faiz garanti anlaşması ve forward faiz anlaşması (FRA)'dır.

Türkiye'de 1980'li yıllarda başlayan dünya ekonomisiyle bütünleşme amacını güden ekonomik yapısal değişim en büyük etkisini finans kesiminde göstermiştir. Türk bankacılık sektörü günümüzde de devam eden bu yeniden yapılandırma süreci içinde dış piyasalara açılmış, yeni enstrümanlarla tanışmış, teknolojik alt yapısını kurmuştur. Son yıllarda döviz kuru ve faiz oranlarında dalgalanmaların olması, bankaların bahsedilen bu teknikleri kullanmalarını zorunlu hale getirmiştir.

Ülkemizde vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin güven ve istikrar içinde işlem görmesini sağlamak üzere, 24 Temmuz 1995 tarihinde 22352 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkındaki Genel Yönetmelik", vadeli işlem ve opsiyon borsalarının hukuki statüleri, mali işleri, teşkilat, denetim, çalışma ve esaslarını düzenlemektedir.

Bir vadeli işlem olan forward, ülkemizde en çok kullanılan üründür. Standardize bir sözleşmenin olmaması ve organize bir borsaya ihtiyaç göstermemesi forward işleminin kullanımını yaygınlaştırmaktadır.

Sonuç olarak, uluslararası bankacılığın önemli bir dalı olan risk yönetim tekniklerinin ülkemizde uygulanması yaygınlaştırılarak, bankacılık sektörüne yeni bir dinamizm kazandırılmalıdır.

ABSTRACT

Banks are exposed to some risks when they are fulfilling their function on the international, monetary and capital markets. Changing foreign exchange and interest rates are important risk types to be kept under control by the banks. To manage these risks, a couple of financial techniques have been improved. In this paper, avoidance techniques from foreign exchange and interest rates are analyzed and information about their function, structure, types, advantages and disadvantages is being given.

KAYNAKLAR

- AKGÜÇ, Öztin, **Finansal Yönetim**, Avcıol Basım-Yayın, 6. Baskı, İstanbul, 1994.
- ALPERGİN, Pelin, "Hedging", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 1, Nisan 1990.
- ANDERSAN, Torben Juul, **Currency and Interest Rate Hedging, A User's Guide to Options, Futures, Swaps and Forward Contract**, New York Institute of Finance, New York, 1987.
- APAK, Sudi, **Uluslararası Finansal Teknikler, Analiz, Teori, Uygulama**, Emlak Bankası Yayınları, İstanbul, Eylül 1992.
- AYTEKİN, Haluk Yılmaz, **Bankacılıkta Döviz ve Faiz Yönetimi Teknikleri ve Türkiye Uygulaması**, T. Halk Bankası Eğitim Md. Yayınları, Ankara, 1994.
- BABUŞCU, Şenol, **Toptancı Bankacılık ve Türkiye Uygulaması**, T. Halk Bankası Eğitim Md. Yayınları, Ankara, 1991.
- CEYLAN, Ali, Turhan Korkmaz, **Uygulamalı Portföy Yönetimi**, Ekin Kitapevi, Bursa, 1993.
- CEYLAN, Ali, **Finansal Teknikler**, Uludağ Üniversitesi Basım Evi, Bursa, 1993.
- CLARK,E Dave, "Currency Options", **Corporate Finance, Foreign Exchange Yearbook**, October 1993.
- COX, John C., Mark Rubinstein, **Options Markets**, Prentice-Hall Inc., New Jersey, 1985.
- DAS, Satyojit , **Swap Financing**, FFR Publishing Ltd., 1989.

- DESA, Micheal, "Emerging Markets and Options", **Foreign Exchange Yearbook**, 1993.
- EADEN, Simon, **Options Hedging & Arbitrage Pricing, Volatility and Volition Models**, Institutional Investor Publication, 1992.
- ERDEM, Yusuf, **Vadeli İşlem Piyasaları ve Türkiye'de Oluşan Ekonomik Şartları**, Türkiye Kalkınma Bankası Araştırma ve Planlama Md., Ankara, 1993.
- ERDOĞAN, Niyazi, **Uluslararası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi ve Çağdaş Finansman Teknikleri**, Hazırlık Baskı, İstanbul, 1993.
- EROLGAÇ, Yılmaz, **Profesyonel Para Yönetimi**, İnkılap Kitapevi, İstanbul, 1995.
- ERSAN, İhsan, **Bankalarda Döviz Yönetimi**, TBB Yayınları, No. 150.
- ERYÜREK, Şenay, **Uluslararası Bankacılıkta Döviz Pozisyonu ve Döviz Ticareti**, Anadolu Bankası Eğitim Yayınları No. 3, Hilal Matbaacılık Kolektif Şirketi, Ankara, 1987.
- FITZGERALD, M. D., **Financial Options**, London, 1987.
- GRUMBALL, Clive, **Managing Interest Rate Risk**, Woodhead-Faulkner Ltd., Cambridge, 1987.
- GÜMÜŞELİ, Saniye, **Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri**, TBB Yayını, No. 179, Ankara, 1994.
- HORULLU, Cem M., "Opsiyonlar, Call ve Put", **Trend Dergisi**, 24 Nisan 1994.
- KIRDAROĞLU, Selda, Figen Saklar, "90'ların Çağdaş Finans Teknikleri", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 7, Ocak 1992.
- KIRIM, Arman, "Döviz ve Faiz Swapları", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 2, 1990.
- McCORMICK, John, "Currency Swaps", **Management of Currency Risk**, Volume 2, Euromoney Publication, 1986.
- OAS, Satyojit, **Swap Financing**, FFR Publishing Ltd., 1989.
- ÖZKAN, Defne, **Yeni Finansal Piyasalar (Opsiyon ve Vadeli Piyasalar)**, Ankara, 1990.
- PRICE, Quinton, **Warrants, Options, Convertibles**, IFR Publishing Ltd., 1990.
- SILLIVAN, Sara, "Average Price Options Offer The Benefit of Hindsight", **Corporate Finance**, February 1993.
- SUN, Tog-Shen, Suresh Sundaresan, Ching Wang, "Interest Rate Swaps", **International of Financial Economics**, Volume 34, No. 1, August 1993.

- SUTTON, William, **The Currency Options Handbook**, 1988.
- TIMPKINS, Robert, **Options Explained**, Stockton Press, New York, 1991.
- VAN HORNE, C. James, **Financial Management and Policy**, Prentice-Hall Publishing, New Jersey, 1992.
- VARLIK, Levent, "Swap", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, 10-14 Ekim 1986.
- "Ins and Out of Barrier Options", **Corporate Finance Risk Management & Derivatives Yearbook**, 1994.
- "Exotic Currency Options", **Derivatives**, May 1993.
- "Options As An Alternative", **Corporate Finance Risk Management and Derivatives Yearbook**, 1994.
- "Forwards, FRAs and SAFEs: An Exposition", **Corporate Finance**, May 1993.
- The Corporate Dept Market Manual, **The Impact of Derivative Instruments**, January 1993.
- "Currency Options", **Derivatives**, May 1993.
- U.S. General Accounting Office (GAO), **Financial Derivatives, Actions Needed to Protect the Financial System**, Washington, May 1994.
- Interest Rate Risk Management Series, "Hedging Interest Rate Exposure", 1. Edition, BFF Financial Publishing, London, 1992.
- "Knock-out Options: When and How to Use Them", **Corporate Finance**, June 1993.

