

Kaynakçalar

- AB Komisyonu Enformasyon Bürosu, *Financial Protocol Between the European Economic Community and Turkey*, 5 March 1979.
Ankara Anlaşması, Mad.1, 1964.
Ankara anlaşmasına Ekli Mali Protokol, Mad.4/2.
AT Komisyonu Enformasyon Bürosu, *Fourteenth Annual Report of the Association Council to the Parliamentary Committee of the Association*, 1 January to December 1978.
AT Komisyonu Enformasyon Bürosu, *Elventh Annual Report of the Association Council to the Parliamentary Committee of the Association*, 1 January to December 1975.
AT Komisyonu Enformasyon Bürosu, *Twelth Annual Report of the Association Council to the Parliamentary Committee of the Association*, 1 January-31 December 1976.
Bangemann Martin, "Relations Between the European Economic Community and Turkey", *Turkey Economy*, No:4, December 1989.
Cingi Selçuk, *Avrupa Yatırım Bankası ve Türkiye ile İlişkileri*, Ankara Ticaret Odası Yayını, Ankara, 1984.
EIB, *Avrupa Yatırım Bankasının Türkiye'deki Faaliyetleri(1965-1974)*, EIB,1975
EIB, *European Investment Bank(1958- 1978)*, Brussels, 31 December 1978.
EIB, *European Investment Bank Annual Report 1981*, Luxembourg, 1982.
HDTM, *Avrupa Topluluğu ve Türkiye*, HDTM Yayını, Ankara, 1991
İKV, *Geleceğin Avrupa'sı ve Türkiye Paneli (27 Kasım 1990)*, İktisadi Kalkınma Vakfı Yayını, İstanbul, 1991.
Karlık Rıdvan, *Avrupa Toplulukları ve Türkiye*, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1990.
Tuncer Schlahtin, "Türkiye-AET İlişkilerinde Kredi ve Finansman Sorunları" *Türkiye-AET İlişkileri*, Der. İktisadi Araştırma Vakfı, İktisadi Araştırma Vakfı Yayını, İstanbul, 1977.
"Türkiye-AYB İlişkileri", *Ortak Pazar Bülteni*, No:54, Ocak 1973.
Turkish Daily News, 9 Ocak 1991.
Türkiye ile İlişkiler Hakkında Komisyonun Konseye Bildirisi ve IV. Mali Protokolün Akdine İlişkin Konsey Karar Tasarısı, 7.6.1990.
Uğur Kalınç, *Türkiye-Avrupa Toplulukları İlişkileri*, TOBB Yayını, Ankara, 1990.
"600 Million ECU for Customs Union", *European Report*, 30 May 1990.

KURUMSAL YATIRIMCILAR AÇISINDAN FİNANSAL TÜREVLER

Yard.Doç.Dr.Muharrem AFŞAR
Yard.Doç.Dr.Ash AFŞAR *

ÖZET

Bu çalışmada, kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasının gelişimindeki önemi ile kurumsal yatırımcıların sermaye piyasasına katılımını özendirme amacıyla alternatif bir araç olarak, finansal türevlerin önemi açıklanmaya çalışılmaktadır. Kurumsal yatırımcılar, özellikle, endekse dayalı futures ve opsiyon kontratları kullanarak sistematik riskten korunabilmektedirler.

ABSTRACT

This paper tries to emphasize the significance of corporate investors in the development process of financial markets and to explain the importance of financial derivatives as an alternative tool for motivating corporate investors. Corporate investors can avoid systematic risk by particularly using index based futures and options contracts.

A. GİRİŞ

Kurumsal yatırımcılar, kalkınmanın istikrarlı bir şekilde gerçekleşmesi bağlamında, gerekli olan tasarruf hacminin artırılması ve etkin yatırım alanlarına aktarılmasında önemli işlevlere sahip finansal kurumlardır. Küçük tasarruf sahiplerinin sınırlı birikimlerini bir araya getirerek verimliliği yüksek yatırımlara yönlendirmeye çalışan kurumsal yatırımcılar, tüm dünyada sermaye piyasalarının gelişimin ve sermayenin tabana yayılmasına katkı sağlamaktadırlar. Türkiye’de kurumsal yatırımcıların sayısı son yıllarda artarak birlikte, gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerle karşılaştırıldığında gerek sayıları, gerekse sahip oldukları finansal varlıklar açısından yetersiz durumdadır.

Para ve sermaye piyasalarında, finans yöneticileri finansal türev ürünlerle, risklerini kontrol altında tutmaya çalışarak, istenilen risk seviyesine ulaşmayı amaçlamaktadırlar. Ayrıca, bu piyasalardaki ürünlere dayalı yatırım, risk ve finansman alternatiflerini içeren çeşitli bileşimler oluşturarak, istikrarlı ve tahmin edilebilir getiri elde edebilmektedirler. Başlangıçta sadece korunma amacına yönelik geliştirilen finansal türevler, daha sonra, arbitraj yapmak amacıyla ve spekülasyonların katılımıyla aynı zamanda spekülasyon amacıyla da kullanılmaya başlanmıştır.

Gelişmiş ülkelerde yoğun kullanımlara rağmen, aynı gelişmenin ülkemizde olduğunu söylemek mümkün değildir. Türkiye’de futures ve opsiyon piyasalarının olmaması, kurumsal yatırımcıların vadeye göre risk ayarlamalarını olanaksız kılmaktadır. Kurumsal yatırımcıların risk ayarlamalarında yön gösterici özelliği olan endekse dayalı futures ve opsiyon sözleşmelerinin önemi, gelişmiş piyasalarda yoğun uygulama görmesinden de anlaşılmaktadır.

Finans yazınında eksikliğini hissettiğimiz finansal türevlerin kurumsal yatırımcılar açısından önemini açıklamaya yönelik bu çalışma şu şekilde planlanmıştır. Önce finansal türevler ve bunların kullanımı ile ilgili bilgiler verilmiş, ardından finansal türevlerin avantaj ve dezavantajlarına değinilmiş, son olarak da endeks futures ve opsiyon sözleşmelerinin kurumsal yatırımcılar açısından önemi açıklanmaya çalışılmıştır.

B. FİNANSAL TÜREVLER VE KULLANIMI

Yazında, finansal türevler farklı biçimlerde tanımlanmaktadır. Bir tanıma göre; finansal türevler, diğer finansal araçların fiyatlarından türetilen fiyatlara sahip finansal araçlardır (WINSTONE, 1995, s. 3). Yani, herhangi bir spot üründen türetilmiş ürün anlamına gelen finansal ürünlerdir.

Bir başka tanıma göre ise; ABD’de son yıllarda geliştirilen finansal araçlar için, daha önce mevcut finansal araçlardan türetilmediği için değil, piyasanın gereksinimlerinden türetildikleri için türev finansal araçlar ifadeleri kullanılmaktadır (CANBAŞ-DOĞUKANLI, 1995, s. 106).

Günümüzde birçok bireysel yatırımcı ve/veya işletme, başarılı işletmelerin bile hayatta kalmalarını tehdit eden çeşitli finansal riskler ile karşı karşıya kalmaktadır. Bu nedenle, etkin bir risk yönetimi için finansal türevler olarak bilinen çeşitli finansal araçlar geliştirilmiştir (FABOZZI-MODIGLIANI-FERRI, 1994, s. 12).

Ulusal ve uluslararası ticaretteki gelişmeler nedeniyle işletmelerin karşılaştıkları fiyat, faiz ve döviz risklerindeki artışlar, yatırımcıları bu risklere karşı koruyacak yeni finansal araçların geliştirilmesini zorunlu kılmıştır (KONURALP, 2001, 8-15 ve BOLAK, 2001, s. 171). Yatırımcıların bu gereksinimleri finansal türevler denilen opsiyon, futures, forvvard ve svapların gelişiminde en önemli etken olmuştur.

Finansal türevler, uzun bir süredir var olmalanna rağmen, ancak, 1970’lerde finansal piyasalarda yoğun olarak kullanılmaya başlanmıştır. 1970’ler finansal piyasalar için bir dönüm noktası olmuştur. Çünkü, 1972 yılında Bretton Woods sisteminin yıkılması sonucunda, o güne kadar sabit kurlara dayalı uluslararası para sistemi, yerini dalgalı kur sistemine bırakmıştır. Bu yeni sistemle, sürekli değişen döviz kurları karşısında, dış ticaret şirketleri ile döviz pozisyonuna sahip mali kuruluşlar ciddi boyutlarda kur riski ile yüz yüze kalmışlardır. Yine bu yıllarda uluslararası para piyasalarında başlayan faiz oranındaki dalgalanmalar, beraberinde faiz riski sorununu da getirmiştir. Özellikle sabit faizli borç verme

eğiliminin giderek azaldığı 1980'li yıllarda, önemli bir sorun haline gelen faiz riski, kur riski ile birleşince, risk yönetimi önem kazanmış ve sözkonusu riskleri ortadan kaldıracak veya minimize edecek ürün ve teknolojilere gereksinim duyulmuştur

(REDHEAD, 1997, s. 1-2). Bu bağlamda, finansal türevler gelişerek finansal piyasalardaki yerini almıştır.

Yeni bir türev borsasının kurulması için ekonomik, finansal ve bazı durumlarda ulusal gurur gibi nedenler öne sürülmektedir. Finansal piyasaların gelişimi ve serbestleşmesi, yeni yatırım fırsatları ile birlikte bazı riskleri de yaratmaktadır. Türev piyasalar, pek çok ülkede hisse senetleri piyasası içinde gelişmekte ve birbirlerini tamamlamaktadırlar. Pek çok gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde, uluslararası yatırımcılar türev borsalarının gelişimini hisse senedi piyasalarına bakarak değerlendirirler (TSETSEKOS -VARANGİS, s. 23).

Türev borsalarının yararları, ülkede riskin yeniden dağıtımı ve fiyat tahmini ile sınırlı değildir. Bunun yanında aşağıda yer alan ek yararları da içermektedir. Bunlar;

- Kamuya açıklanan daha çok bilgi,
- Gelişmiş kredi sistemleri,
- Gelişmiş fiyat ve diğer piyasalarla ilgili bilgilerin nakli,
- Daha uyumlu sermaye piyasaları,
- Ödeme şekillerinde ve piyasa gözetiminde daha yüksek benzerlik,
- Azaltılmış işlem maliyetleri,
- Daha doğru gelecek fiyatları,
- Daha iyi kaynak dağılımı olarak sıralanmaktadır (TSETSEKOS - VARANGİS, 1997, s. 24).

Finansal türevler, kullanılmaya başlandıktan çok kısa bir süre sonra, hızla yaygınlaşarak finansal piyasalardaki en büyük işlem hacimli enstrümanlar haline gelmişlerdir. Aşağıdaki tablo incelendiğinde bu durum daha açık görülmektedir

Dünyada Finansal Türevlerin Hacmi ve Gelişimi (Trilyon US Dolar)

Enstrümanlar	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Faiz Oranı Future'ları	177.3	271.9	266.4	253.6	274.8	296.6	263.8
Kısa Dönemli Faiz Future'ları	138.9	222.4	218.2	204.9	223.4	241.4	213.5
Uzun Dönemli Faiz Future'lar-	38.5	49.6	48.2	48.7	51.4	55.2	50.3
Faiz Oranı Opsiyonları	32.8	46.7	43.3	41.0	48.6	55.8	45.6
Yabancı Para Future'ları	ZÂ	13	IZ	26	23	20	U
Yabancı Para Opsiyonları	14	14	Ll	U	09	05	83
Hisse Senedi Endeks Future'ları	II	IA	10,6	12,9	16,4	19,6	21,7
Hisse Senedi Endeks Opsiyonları	6,3	M	9,3	10,2	13,1	14,7	16,1
TOPLAM	227,8	340,7	334,2	321,7	356,4	389,7	350,1
Kuzey Amerika	113,1	175,9	161,1	153,9	182,0	200,9	175,4
Avrupa	61,4	83,9	87,5	100,1	114,9	133,9	121,5
Asya	53,0	77,8	81,1	63,8	56,3	51,4	50,7
Diğer	0,4	3,2	4,6	3,9	3,2	3,5	2,4

Kaynak: BIS Quarterly Review, August 2000, s. 29.

Tablo dan görüldüğü gibi organize borsalarda işlem gören finansal türevlerin işlem hacmi 1993 yılı itibarıyla 227,8 Trilyon \$ iken, ilerleyen yıllarda aratarak 1999 yılında 350,1 trilyon \$ düzeyine ulaşmıştır. Finansal türevler içinde en yoğun kullanıma sahip araç ise, faiz oranı future'ları olduğu da yine tablo aracılığıyla ortaya konulmaktadır. Gözlemlenen bir diğer sonuç ise, bu araçların daha çok gelişmiş ekonomilere ve bu anlamda gelişmiş borsalara sahip Amerika ve Avrupa ülkelerinde daha yoğun kullanıldığıdır.

Dünyada türev ürünler piyasasına geçişte dikkati çeken unsurlar, ekonominin ve piyasanın gelişmişlik düzeyi ve ürün tercihi üzerinedir. Gelişmiş ülkelerde, sözkonusu piyasaların gelişmekte olan ülkelere göre daha önce kurulduğu ve faiz ve dövizle ilişkin futures ve opsiyon piyasalarının daha çok tercih edildiği anlaşılmaktadır (ERDOĞAN-KAYACAN, 1998, s. 31).

Dünya borsalarında endekse dayalı futures ve opsiyon kontratlarının kullanımı artmıştır. Bu gelişimin nedeni son yıllarda kurumsal fon yönetiminin giderek önem kazanmasıdır. Kurumsal yatırımcılar dünya borsalarında işlem gören hisse senetlerinin yarısından fazlasını ellerinde bulundurmaktadır. Yatırım fonları ve özel bir tür yatırım fonu olarak nitelendirilen 'hedge fon'ları portföy yönetimi açısından türev ürünlere ve endeks futures kontratlara sıcak bakmakta ve bu da pazarın hızlı gelişimine neden olmaktadır.

Türkiye'de ise henüz organize olmuş futures borsaları ve opsiyon piyasaları mevcut değildir. Ancak, son yıllarda kur riskinden korunmak amacıyla birçok işletme, bankalar ve aracı kurumlar aracılığı ile uluslararası futures ve opsiyon piyasalarına başvurmakta, forvard sözleşmeler satın almakta ve swap işlemleri yapmaktadırlar. Bu nedenle, opsiyon ve futures'ların da Türk mali sisteminde yer aldığı yorumları yapılmaktadır. Oysa mevcut durum sadece uluslararası piyasalarda varolan futures kontratlara ve opsiyonlara yatırım yapmaktan ibarettir. (CANBAŞ-DOĞUKANLI, s. 106).

C. FİNANSAL TÜREVLERİN YARAR VE SAKINCALARI

Para ve sermaye piyasaları ve mal piyasalarında, finansal türev ürünlerle, finans yöneticileri, risklerini kontrol altında tutarak, istenilen risk seviyesine ulaşabilmektedir. Diğer yandan, bu piyasalardaki ürünlere dayalı yatırım, risk ve finansman alternatiflerini içeren çeşitli bileşimler oluşturarak, istikrarlı ve tahmin edilebilir getiri elde edebilmektedirler (CHANCE, 1995, s. 12-13). Önceleri, korunma amacına yönelik geliştirilen finansal türevler, daha sonraları, arbitraj yapmak amacıyla ve spekülasyonların katılımıyla aynı zamanda spekülasyon amacıyla da kullanılmaya başlanmıştır.

Finansal sistemde türev menkul değerlerin yararlarının ortaya koyarken tercih edilen yaklaşım, endekse dayalı futures ve/veya opsiyonların tanıtılmasını da içermektedir. Özellikle, hisse senetleri piyasasında Markowitz'in portföy yaklaşımı dikkate alındığında, pazar endeksi sistematik risk kabul edilerek, etkin portföyler oluşturma yoluna gidilmektedir. Sermaye piyasalarında yaygın olarak kabul gören Sharpe'in CAPM'ine bağlı olarak gerçekleştirilen analizler piyasa endekslerini piyasa portföyü olarak

değerlendirmektedir. Bu çerçevede, piyasada piyasayı temsil edebilecek ve fiyatlandırmaya konu olabilecek, ilk akla gelen türev araç sistematik risklere karşı korunmayı ön plana çıkaran endekse dayalı türev sözleşmelerdir. Brenner hisse senetleri endeksine dayalı futures veya opsiyonların piyasa fiyatı volatilitesi ve faiz oranları risklerine karşı yatırımcıyı koruduğunu, sadece volatilitedeki değişikliklere karşı yetersiz kalabileceğini belirtmektedir (ERDOĞAN-KAYACAN, s. 35).

Endekse dayalı finansal türev sözleşmeleri, yatırımcılara piyasanın gelecekteki yönü hakkında yatırım yapma fırsatı sunar. Öncelikle alınacak ve/veya satılacak hisse senetlerini seçme zorunluluğu ortadan kalkmaktadır. Dahası, uzun vadede yükseliş beklentisine sahip ancak kısa vadede düşüş bekleyen yatırımcılar endekse dayalı türev sözleşmesi satarak portföylerini koruyabilirler. Endekse dayalı türev sözleşmeleri için yapılacak işlem maliyeti, genellikle %0.1'dir. Oysa, aynı işlem spot piyasada yapıldığında, işlem maliyeti hisse senetlerinin değerinin %1'ine karşılık gelebilmektedir (ERGİNCAN, 1996, s. 49).

Finansal türev ürünlerin risklerine iki noktadan yaklaşmak mümkündür. Birinci yaklaşım, işlemlere yeni başlanmış bir finansal türev ürün piyasasına ilişkin iken, ikinci yaklaşım belirli bir tecrübeyi edinmiş, vadeli işlemler pazarda bir süredir faaliyette olan bir piyasada risklere ilişkindir. Yeni başlanılan bir piyasada henüz sözkonusu kıymetlere bilgi bakımından uzak olan yatırımcıların riskten çok, olası avantajları değerlendirememek gibi maliyetleri olacaktır (ERDOĞAN-KAYACAN, s.31).

Finansal türev ürünler, diğer ürünlere oranla çok daha bilgili yatırımcıların gerektirmektedir. Yani, yatırımcıların daha fazla matematik ve analitik düşünceye sahip olmaları gerekir. Çünkü, sözkonusu ürünlerde kaldıraç etkisinden dolayı, daha fazla risk vardır, daha fazla kuralları olmak zorundadır (Yeni Yüzyıl Gazetesi, 29 Eylül 1997, s. 12). Finansal türevler, piyasada ilk başladığı zamanlarda, spot piyasadaki volatilitayı artırabilmektedir. Ancak, orta ve uzun vadede daha düzenli bir piyasa olmasını sağlamaktadır (Yeni Yüzyıl Gazetesi, 22 Eylül 1997, s. 13).

Finansal türevler birer sözleşme olduklarından, hukuki riskleri de içermektedir. Ayrıca, türev ürünler sözleşmesinin bir tarafının edinimleri yerine getirmemesi nedeni ile kredi riski de

taşımaktadır (ERDOĞAN-KAYACAN, s.33). Sonuçta, finansal araçların tümünde mevcut olan riskler burada da sözkonusudur.

D. KURUMSAL YATIRIMCILAR AÇISINDAN ENDEKS FUTURES VE OPSİYONLARIN ÖNEMİ

Kurumsal yatırımcılar, sermaye piyasalarının sağlıklı ve istikrarlı biçimde büyümesinde çok önemli işlevlere sahip olan yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, portföy yönetim şirketleri, özel emeklilik fonları ve sigorta şirketleridir. Kurumsal yatırımcılar, hisse senedi piyasasındaki hisse senedi fiyatlarının dalgalanmasından oluşan riskten kaygılanırlar (MISHKIN-EAKINS 1998, s. 542). Fiyat istikrarsızlıklarını sonucu hisse senedi yatırımlarına kurumsal fonların yönelmemesi, borsanın daha sağ, spekülasyon ve bireysel bir tabana oturmasına neden olmaktadır.

Kurumsal yatırımcıların piyasaya katılması, borsada spekülasyon hareketlerinden kaçınan, sağlam ve kitlesel bir tabanın oluşmasını sağlayacaktır (ÜNAL, 1995, s. 47). Son yıllarda kurumsal yatırım fonları sahipleri ve onlar adına yatırım yapanlarca risk yönetimi konusuna çok daha fazla önem verilmektedir. Emekli sandıkları, vakıflar, kurumsal yatırım yöneticileri ve sigorta şirketlerinin zararları hakkında bir çok rapor hazırlanmıştır. Söz konusu zararların nedenleri arasında beklenmedik piyasa hareketleri, başarılı olmayan riskten korunma yöntemleri, teorik modellere fazla bağlı kalınması, kredi azalmaları gibi birçok neden sıralanmaktadır (Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu, Temmuz 2000, s. 1).

Genel kabule göre, günümüzde Türkiye'de tasarruf sahiplerinin yaklaşık 50 milyar dolarlık döviz mevduatı ve çoğu birikim amaçlı 50-60 milyar dolarlık altını bulunmasına karşın, kurumsal yatırımcı portföyü sadece 4-5 milyar dolar düzeyindedir. Tasarrufların sermaye piyasaları yoluyla ekonomiye kazandırılmasında, piyasalara derinlik ve fiyat istikrarı sağlanabilmesinde, kurumsal yatırımcıların önemli bir rol oynadığı bilinmektedir. Bu anlamda eğer, ülkemizde 20-30 milyar dolarlık kurumsal yatırım portföyü bulunsaydı, borsada görülen aşırı dalgalanmaların da bu denli keskin ve sık olarak ortaya çıkması mümkün olmayabilirdi denilebilir.

Kurumsal yatırımcılar tüm piyasanın karşı karşıya kaldığı risklere (sistemik) maruz kalabilecek derecede büyük çaplı portföylere sahip olabilirler. Çeşitlendirme, portföylerdeki sistemik olmayan riskin büyük kısmını azaltsa bile sistemik riski azaltmamaktadır. Yatırımcılar endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerini (futures ve opsiyon) piyasadaki genel düşüşe karşı korumak için kullanabilirler. Yani, yatırımcılar sistemik riske karşı koruma sağlamış olurlar (ERGİNCAN, s. 50).

Endeks futures kontratları, kurumsal yatırım yöneticilerinin portföylerinin piyasa risklerini transfer ederek portföylerini korumalarına yardımcı olmak suretiyle bu derece önemli bir ekonomik işlevi yerine getirirler. Futures kontratları sermaye oluşumuna da yardım ederler. Çünkü, piyasa katılımcıları riski daha iyi yönetebilmek için endeks futures kontratları kullanırlar ve böylece yeni ihraç edilmiş hisse senetlerinden oluşan portföyleri oluşturmaya daha istekli olurlar (KIDWELL-PETERSON-BLACKWELL 1997, s. 336). Ayrıca, endeks futures kontratları fiyat oluşumu sürecini kolaylaştırırlar, çünkü rekabet ortamında ortaya çıkan futures işlem fiyatları gelecekteki arz ve talep durumlarını yansıtır ve çok hızlı bir şekilde yeni bilgileri içerirler. Yatırımcılar vadeli işlem piyasası kanalıyla risklerini ayarlayarak değişen piyasa koşullarına çabucak cevap verirler. Bunu portföy bileşimlerini değiştirmeden ve düşük bir maliyetle başarırlar (FABOZZI-MODIGLIANI, 1996, s. 379).

SEC'nin (Securities and Exchange Commission) Piyasa Düzenleme Dairesi'nin yaptığı bir çalışmasının sonuç bölümünde (FABOZZI-MODIGLIANI, s. 380.);

"Kurumlar, spot piyasada portföylerindeki hisse senetlerini satmak yerine, endeks futures kontratlarını kullanarak portföylerinin belirli kısımlarını hızlı ve ucuz bir şekilde satabilirler.

Futures kontratları, vadeli işlem piyasasında yapılan alım satım işlemlerindeki hız ve azalan işlem maliyetleri nedeniyle hisse senetleri yerine kullanılmaya başlanmıştır.

Futures piyasası likiditesinin sonucu olarak, yatırımcıların büyük tutarlı işlemleri, piyasaya etkileri spot piyasadaki kadar büyük olmadan kolaylıkla yapabilirler" sonucuna varılmıştır.

Sermaye piyasalarında likidite ve etkinliği sağlamada en önemli etkenlerden biri olan kurumsal yatırımcılar, endeks futures kontratlarını kullanarak amaçlarına daha etkin, güvenli, düşük maliyetli ve hızlı bir şekilde ulaşabilmektedirler (FABOZZI-MODIGLIANI, s. 380.).

Gelişmiş borsalarda genellikle kurumsal yatırımcıların hedger olduğu yani, futures pozisyonlarını karşılayacak büyük portföyler tuttukları kabul edilir. Bireysel yatırımcılar ise spekülasyon olarak kabul edilir (EROL, 1999, s. 193). Hedging ve spekülasyon piyasasının iki ana ayağıdır. Bilindiği gibi hedging az ya da makul risk içerirken, spekülasyon yüksek riskler içeren bir alım-satım faaliyetidir. Hedging zarar riskini azaltırken, aynı zamanda korunmamış bir pozisyona göre kar olasılıklarını da azaltır (STOLL-VVHALEY, 1993, s. 47). Futures borsasının esas işlevi, büyük kurumsal yatırımcılara risk satabilecekleri ve pozisyon hedge edebilecekleri bir ortam yaratmaktır. Her ne kadar spekülasyon gelecekteki fiyat hareketlerine ilişkin olarak kumar oynamak gibi düşünülse de, spekülasyon likidite sağladıkları için mali piyasalarda önemli bir görevi yerine getirirler. Likidite sayesinde risklerden korunmak için türevleri kullanan diğer yatırımcıların türev sözleşmeleri kolayca almaları ve satmaları mümkün olmaktadır. Spekülasyon işlemlerde dengesizliğe neden oldukları kadar, derinliği ve akışkanlığı artırdıkları için bir anlamda denge sağlamış olurlar. Spekülasyon alım-satım yapmak suretiyle düşüşte destek, yükselişte direnç oluşmasına neden olabilirler; ayrıca riskten korunan yatırımcıların aşırı arz ve talebine belirli zamanlarda karşılık vererek futures piyasalarının etkin çalışmalarına ve likiditesine katkıda bulunurlar ve uzun vadede fiyatlardaki değişkenliği azaltırlar (STOLL-VVHALEY, s. 63). Ancak, bir hedger risk satmak istediğinde, satmak istediği riski almayı kabul edecek bir başka hedger bulması çoğu kez kolay değildir. Bu açıdan; hedger'ın satmak istediği riski almaya istekli bir spekülasyonun olması, piyasasının işlevliliği açısından bir gereksinimdir (EROL, 1999, s. 195). Spekülasyon endeks futures piyasalarında endeksin yönü üstüne oynayan kişi veya kurumdur. Bu oyunda kazanma şansı ise istatistiksel olarak düşüktür. Bu düşük şansa karşın her iki insan profilini sık sık görmemiz iki ana etkene dayanır. Riski sevmeleri ve esas olarak da küçük paralarla kısa sürede büyük paralar kazanma olasılığıdır. Futures borsasında spekülasyon bu olanağı kaldıraç faktörünün birden büyük olması

sağlar. Borsanın belirlemesi gereken kaldıraç faktörü, piyasa, her iki grubu da tatmin edecek düzeyde olmalıdır. Kaldıraç faktörünün çok yükselmesi ve piyasanın çok riskli ve değişken olması, piyasada makul biçimde hedge yapabilmeye olanaklı kısıtlar. Bu nedenlerle ilgili borsa ve takas odasının kaldıraç faktörünün aşırı yükselmesini engellemesi gerekir. Ancak, kaldıraç faktörü çok düşük tutulursa, bu kez de spekülasyon piyasaya girmeyebilir ve piyasada sürekli işlem yapılabilmesi tehlikeye girer (EROL, 1999, s. 196).

Hisse senedi piyasasında yaygın ve büyük bir portföy, sistematik olmayan riski ortadan kaldırır ve böyle bir portföyün riski hemen tümüyle sistematik riskten oluşur. Futures piyasaların asli fonksiyonu riskten korumadır. Bu, endeks futures piyasaları için de geçerlidir. Endeks futures kontratlarıyla kontrol edilmek istenen risk ise portföy riskidir. Portföy oluşturmak, sistematik olmayan riski ortadan kaldırır ama sistematik riski yok edemez. Endeks futures kontratları ise portföyün taşıdığı bu sistematik riski belli bir süre için elimine etmenin temel aracıdır. Hedging amacıyla endeks futures kontratlarına ihtiyaç duyan kişi veya kurum, elinde büyük bir portföy tutan ve bu portföyde o ana kadar elde ettiği pozitif getiriyi, endekste ani bir düşüş ihtimaline karşı korumak isteyen kurumdur. Spot piyasada portföy tutan yatırımcı, hedging amaçlıyorsa, endeks futures piyasasında kontrat satıcı olacaktır (EROL, 1999, s. 236).

Portföy tekniği kapsamında içinde bu sistematik risk ortadan kaldırılamaz, çünkü, bu risk, tüm senetleri ve endeksi etkileyebilen makro ekonomik veya politik faktörlerden kaynaklanır. Ancak, endeks üstüne yazılı bir futures kontratı satılırsa, portföyün sistematik riski de ortadan kaldırılmaya başlanır. Çünkü futures satmak, bir anlamda bir dönem için endeksi satmak anlamına geldiği için, endeks futures kontratı satarak esasında sistematik risk de satmış olunur. Sonuç olarak da geniş bir portföyü elde tutarken endeks futures kontratı satmak, sistematik riski bir süre için satmak anlamına gelir. Bu durumda da, hem sistematik olmayan risk, hem de sistematik risk elimine edilmiş olacağı için, yatırımcı portföyü elinde tutmaya devam etmekle beraber yaklaşık tümüyle riskten arındırılmış bir pozisyon yaratılmış olur. Kurumsal yatırımcının bu sıfır riskli pozisyonu ne kadar taşıyacağı ise kendi inisiyatifinde bir karardır. Sıfır risk, sıfır getiri anlamına geldiği için muhtemelen

çok uzun süre bu pozisyonu taşımayacaktır. Piyasanın belirsizliği azaldığında ve endeks tekrar yukarı döndüğünde, yatırımcı futures pozisyonunu kapatacak (sattığı futures kontratı o an geçerli fiyattan geri alacak) ve tekrar portföy riskini taşımaya başlayacaktır (EROL, 1999, s. 182).

Endeks futures kontratının bir başka avantajı, tüm bu işlemlerin çok seri ve çabuk yapılmasını sağlamasıdır. Piyasada yer alan kurumsal yatırımcılardan sigorta şirketleri ve özel emeklilik fonları diğer yatırımcılardan farklı olarak, yatırımlarından düzenli bir nakit akışı beklerler. Sigorta şirketlerinin tazmin bedellerini karşılması, özel emeklilik fonlarının ise ay başında düzenli biçimde emeklilik ödemesini yapması gerekir. Futures kontratını bu noktada cazip kılan unsur, endeks aşağı gittikçe, short futures pozisyonunun her gün değer kazanmasıdır (EROL, 1999, s. 183.). Ayrıca, marjın sistemi dolayısıyla short futures pozisyonunun günlük bazda sağladığı değer artışı, o gün takas odasından tahsil edilebilir. Yani portföyün bir kısmını satmaya gerek kalmadan, sigorta şirketi veya emeklilik fonu için gerekli nakit short futures pozisyonundan sağlanabilir.

Yeni enformasyona karşı futures piyasası spot piyasadan daha hassastır. Piyasalara gelen yeni bilgi önce futures piyasasına yansımakta ve futures piyasası yeni enformasyona tepki vermekte spot piyasanın 15 ile 30 dakika önünde gitmektedir. Bunun bir nedeni, yüzlerce değişik senetten oluşan spot piyasanın yeni bilgiyi sindirmek ve endekse yansıtmak için gereksinim duyduğu sürenin, tek bir enstrümandan oluşan futures piyasasına göre daha uzun olmasıdır. İkinci bir neden, birim başı işlem maliyetinin, futures piyasasında spot piyasaya göre daha ucuz olmasıdır. Bu da yeni bilginin öncelikle işlem maliyeti daha ucuz piyasada yansıtılmasına yol açmaktadır. Ayrıca, kaldıraç etkisi nedeniyle yeni bilginin sağlayabileceği olası avantaj, spot piyasaya göre futures piyasasında daha fazladır. Sonuç olarak, iki piyasa arasında bir bilgi asimetrisi vardır ve gene aynı nedenlerle futures piyasası spot piyasadan daha oynaktır (EROL, 1999, s. 233).

Endeks futures piyasaları herhangi bir mal teslimatı olmamasına karşın hedging için etkin biçimde kullanılan piyasalar olarak büyük bir popüleriteye ulaşmıştır (EROL, 1999, s. 184).

Opsiyon piyasasında toplam kar, diğer piyasalardan farklıdır ve sıfırdır. Hisse senedi piyasasında ekonominin iyi olduğu dönemlerde toplam kazanç pozitiftir. Opsiyonlarda ise bir pozisyonun karı, diğer pozisyonun zararına eşit olduğundan toplam kazanç sıfırdır. Bu nedenle opsiyonların bir spekülasyon aracı olup olmadığı tartışılmaktadır. Bununla birlikte, opsiyonlara yatırımdan sağlanacak bazı yararlar vardır. Bunlar (KOLB, 1991, s. 4-5.): Spekülasyon, başlangıç maliyetinin düşük olması, daha yüksek getiri potansiyeli, risk-getiri dengesini düzenlemek ve opsiyonlara yatırım yapmanın daha kolay olmasıdır. Opsiyon sahibinin bir diğer avantajı da güçlü kalmaktır. Bu, uzun vadeli futures kontrat sahibinin işlemi çözmekte zorlanırken, opsiyon sahibinin zaman kazanması olarak da ifade edilebilir. Opsiyon sahibi, opsiyonun vadesi süresince fiyat artışından faydalanabilmedir. Böylece, fiyat düşmelerinin etkisi, vadeli işlem yapmanın stresi ve fiyat hareketlerini yakından izleme ihtiyacı daha az duyulmaktadır (KURTAY, 1989, s. 20.).

Opsiyonlar, sigorta hizmetine benzetilebilir. Opsiyon alıcısı, ödeyeceği prim karşılığında fiyat dalgalanmalarına karşı korunma hizmetini almakta, opsiyon satıcısı ise, alacağı prim karşılığında sigortacı rolünü üstlenmektedir. Opsiyon fiyatı hayali sigorta primine benzer, bunun nedeni opsiyon fiyatının, opsiyon primi olarak anılmasının sebebidir (FABOZZI, MODIGLIANI ve FERRI, 1994, s. 539).

Opsiyonlar, futures anlaşmaları gibi, risk yönetim araçları olarak kullanılmaktadır. Opsiyon piyasaları, futures piyasalarını tamamlayıcı özelliktedir. Opsiyonların futures anlaşmalarına göre riski az ve sınırlıdır (ALPAN, 1999, s.5).

Futures kontratları yatırımcılara ters fiyat akımından doğan riskleri hedge etme imkanı sağlar. Futures ile hedge etme, yatırımcıya bir fiyatta kilitlenme imkanı sağlar ve böylelikle fiyat riskini elimine eder. Ancak bu süreçte yatırımcı iyi yönde fiyat hareketinden yararlanma fırsatını kaybeder. Diğer bir deyişle, futures ile hedging iyi yönde fiyat hareketinden doğacak kazançların, kötü yönde fiyat değişikliğine karşı korunmanın dengesidir (FABOZZI-MODIGLIANI-FERRI, 1994, s. 538). Opsiyon ile hedge etmenin birçok potansiyel kazançları vardır.

Opsiyon alıcısının hak sahibine sağladığı en büyük fayda, sınırlı bir riskle, yüksek finansal kaldıraçtan yararlanma ve dolayısıyla teorik olarak sınırsız kar sağlama olanağını elde etmektir. Opsiyonu alanın riski veya uğrayabileceği zarar ise ödediği prim ile sınırlıdır. Opsiyon satmak ise, geniş bir kullanım alanı bulunmasına rağmen, potansiyel olarak yüksek risk taşıyan bir stratejidir (EDWARDS-MA, 1992, s. 487).

Endeks opsiyonları, ilgili endekslere dayalı futures kontratların fiyatlamasından da etkilenebilir. Bu değişkenlere dayanarak opsiyon priminin kurumsal değeri belirlenmektedir (DUBOFSKY, 1992, s. 12).

Endeks opsiyonları, büyük hisse senedi portföyü işleten kurumsal yatırımcılar tarafından çok ilgi görmektedir. Bu yatırımcılar ellerindeki hisse senetleri ile bağlantılı olarak endeks opsiyonlara yatırım yapmaktadırlar. Böylece hisse senetleri portföylerinin riskini artırıp azaltabilmektedirler. Opsiyon fiyatları hisse senedi fiyatlarından daha değişkendir. Eğer kurumsal yatırımcılar ellerindeki hisse senetleri ile bağlantılı olarak endeks opsiyonlara yatırım yaparlarsa riski azaltırlar. Ancak, sahip olmadıkları hisse senetleri için opsiyon yazarlarsa (açık opsiyon) riskleri çok artar (FABOZZI-MODIGLIANI, 1996, s. 360).

Kurumsal yatırımcılar işlem maliyetlerinden tasarruf sağlamak, vergiden ve hisse senedi borsalarının bazı kısıtlamalarından kaçınmak için de endeks opsiyonları tercih etmektedirler.

Bir ücret (prim) ödeyerek opsiyon piyasasına giren alıcılar, opsiyondan doğan haklarını kullanmazlarsa otomatik olarak piyasadan çıkmış olurlar. Bu durumda, tüm kayıpları ilk başta ödedikleri prim kadardır. Yatırımcıların bir pozisyonda olmaları da gerekmez. Yatırımcı aynı anda hem opsiyon satıcısı, hem de alıcısı olabilir ve böylece uğrayabileceği riski belirli sınırlar içinde tutabilirler. Ayrıca, opsiyonlar için aktif bir ikinci el piyasası da bulunduğu için, gelişmelere göre opsiyonların satışı da olanaklıdır.

E. SONUÇ

Dünyanın gelişmiş olarak kabul edilen piyasalarında, geçmiş 1970'li yıllara dayanan türev piyasalarının hızlı

yaygınlaşması, performans açısından hızlı büyüme sağlanması, bu piyasaların genel anlamda kabul gördüğüne ilişkin önemli göstergelerdir. Henüz kurulmamış piyasalarda da yakın gelecekte kurulmak üzere çalışmalar devam etmektedir. Menkul kıymet piyasalarında türev işlemlerin başlamasında, hisse senetleri piyasası endeksine dayalı türev ürünlerin gerekliliği ve spot piyasada yeterli derinlik ve likiditenin sağlanması ve yatırımcıların kurumsallaşması ön şartlar olmaktadır.

Sermaye piyasalarında kurumsal yatırımcıların, bireysel yatırımcılara göre daha büyük tutarlarda fon toplayıp yatırıma plase edebilme olanakları, yatırım alanlarının seçiminde gerekli olan bilgileri daha kolay edinebilmelerine, topladıkları bilgileri de uzman personel ve teknik donanım sayesinde daha etkin değerlendirebilmelerine olanak sağlamaktadır.

Ülkemizde henüz futures ve opsiyon piyasalarının oluşmaması, kurumsal yatırımcıların vadeye göre risk ayarlamalarını olanaksız kılmaktadır. Kurumsal yatırımcıların risk ayarlamalarında yön gösterici özelliği olan endekse dayalı futures ve opsiyon kontratlarının önemi, gelişmiş piyasalarda yoğun uygulama görmesinden de anlaşılmaktadır.

Kurumsal yatırımcılar tüm piyasanın karşı karşıya kaldığı risklere (sistemik) maruz kalabilecek derecede büyük çaplı portföylere sahip olabilirler. Çeşitlendirme, portföylerdeki sistemik olmayan riskin büyük kısmını ya da tamamını azaltsa bile sistemik riski azaltmamaktadır. Yatırımcılar endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerini (futures ve opsiyon) piyasadaki genel düşüşe karşı korumak için kullanabilirler. Yani, yatırımcılar sistemik riske karşı koruma sağlamış olurlar.

Endeks futures kontratları, kurumsal yatırım yöneticilerinin portföylerinin piyasa risklerini transfer ederek portföylerini korumalarına yardımcı olmak suretiyle hayati bir ekonomik işlevi yerine getirirler. Futures kontratları sermaye oluşumuna da yardım ederler. Çünkü, piyasa katılımcıların riski daha iyi yönetebilmek için endeks futures kontratları kullanırlar ve böylece yeni ihraç edilmiş hisse senetlerinden oluşan portföyleri oluşturmaya daha istekli olurlar. Ayrıca, endeks futures kontratları fiyat oluşumu sürecini kolaylaştırırlar, çünkü rekabet ortamında ortaya çıkan futures işlem fiyatları gelecekteki arz ve talep durumlarını yansıtır ve çok hızlı

bir şekilde yeni bilgileri içerirler. Kurumsal yatırımcılar, vadeli işlem piyasası kanalıyla risklerini ayarlayarak değişen piyasa koşullarına çabucak cevap verirler. Bunu portföy bileşimlerini değiştirmeden ve düşük bir maliyetle başarırlar. Sermaye piyasalarında likidite ve etkinliği sağlamada en önemli etkenlerden biri olan kurumsal yatırımcılar, endeks futures kontratlarını kullanarak amaçlarına daha etkin, güvenli, düşük maliyetli ve hızlı bir şekilde ulaşabilmektedirler.

Endeks opsiyonları, büyük hisse senedi portföyü işleten kurumsal yatırımcılar tarafından çok ilgi görmektedir. Bu yatırımcılar ellerindeki hisse senetleri ile bağlantılı olarak endeks opsiyonlara yatırım yapmaktadırlar. Böylece hisse senetleri portföylerinin riskini artırıp azaltabilmektedirler. Opsiyon fiyatları hisse senedi fiyatlarından daha değişkendir. Eğer kurumsal yatırımcılar ellerindeki hisse senetleri ile bağlantılı olarak endeks opsiyonlara yatırım yaparlarsa riski azaltırlar. Ancak, sahip olmadıkları hisse senetleri için opsiyon yazarlarsa (açık opsiyon) riskleri çok artar.

Kurumsal yatırımcılar işlem maliyetlerinden tasarruf sağlamak, vergiden ve hisse senedi borsalarının bazı kısıtlamalarından kaçınmak için de endeks opsiyonları tercih etmektedirler.

Bir ücret (prim) ödeyerek opsiyon piyasasına giren kurumsal yatırımcılar, opsiyondan doğan haklarını kullanmazlarsa otomatik olarak piyasadan çıkmış olurlar. Bu durumda, tüm kayıpları ilk başta ödedikleri prim kadar olacaktır. Yatırımcıların bir pozisyonda olmaları da gerekmez. Yatırımcı aynı anda hem opsiyon satıcısı, hem de alıcısı olabilir ve böylece uğrayabileceği riski belirli sınırlar içinde tutabilirler. Ayrıca, opsiyonlar için aktif bir ikinci el piyasası da bulunduğundan, gelişmelere göre opsiyonların satışı da olanaklıdır. Kurumsal yatırımcılar için önemli olan bir başka özellik de, opsiyonların futures anlaşmalarına göre riski az ve sınırlı olmasıdır.

1996 yılında tüm çağdaş olanaklara ve teknik donanıma sahip yeni yerine taşınan İMKB'nda finansal türevlerin başlatılabilmesi için, gerekli yasal ve kurumsal düzenlemelerin tamamlanmaya çalışıldığı gözlenmektedir. Bu konuda en önemli gelişme, yayımlanan "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının

Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik" K. Bir diğer gelişme de, İMKB Takas ve Saklama Şirketinin kurulmasıdır. Kurumsal yatırımcılar, bu araçlarla uzun dönemde varlıklarını koruyabilecekleri için spot piyasaya olan flSeri de artabilecektir. Dolayısıyla bütün bu olumlu etkilerin yansımaları ancak kendini uzun bir sürede gösterecektir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- ALPAN Fulya, **Örneklerle Futures Anlaşmalar ve Opsiyonlar**, Literatür Yayınları, İstanbul 1999.
- CANBAŞ Serpil-DOĞUKANLI Hatice, **Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar, Sermaye Pazarı Analizleri**, Ankara, 1995.
- BOLAK Mehmet, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Yayınları, İstanbul, 2001.
- CHANCE Don M., **An Introduction to Derivatives**, The Dryden Press, Florida, 1995.
- DUBOFSKY David A., **Options and Financial Futures**, McGraw-Hill, New York, 1992.
- EDWARDS Franklin R.-MA Cindy W., **Futures & Options**, McGraw-Hill, New York, 1992.
- ERDOĞAN Oral-KAYACAN Murad, "Finansal Türevlere ne Zaman Başlanmalı? İMKB Örneği", **İMKB Dergisi**, Cilt: 2, No: 5, Ocak-Mart 1998.
- ERGINCAN Yakup, **Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri**, SPK Yay. No:3, Ankara, Mayıs, 1996.
- EROL Ümit, **Vadeli İşlem Piyasaları, Teori ve Pratik**, İMKB Yayınları, Mayıs 1999.
- FABOZZI Frank J.-MODIGLIANI Franco, **Capital Markets; Institutions and Instruments**, Prentice Hall, International Edition, New Jersey, 1996.
- FABOZZI Frank J.-MODIGLIANI Franco-FERRI Michael G., **Foundations of Financial Markets and Institutions**, Prentice Hall International Inc., New Jersey, 1994.
- KIDWELL David S., PETERSON Richard L., BLACKWELL David W., **Financial Institutions, Markets and Money**, The Dryden Press, 1997.
- KOLB RW., **Options: The Investors Complete Toolkit**, Simon and Schuster Inc., New York, 1991.
- KONURALP Gürel, **Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, Alfa Yayınları, İstanbul, 2001.
- KURTAY Selma, **Opsiyon İşlemleri ve Opsiyon Piyasaları**, SPK Araştırma Rap., Ekim 1989.
- MISHKIN Frederick S., EAKINS Stanley G., **Financial**

Markets and Institutions, Addison-Wesley Longman Inc., 1998.

REDHEAD Keith, **Financial Derivatives; an Introduction to Futures, Forwards, Options and Swaps**, Prentice Hall Europe, New Jersey, 1997.

STOLL Hans R.-WHALEY Robert E., **Futures and Options**, South-Western Publishing Co, Ohio, 1993.

TSETSEKOS George- VARANGIS Panos, "The Structure of Derivatives Exchanges: Lessons from Developed and Emerging Markets", **The World Bank Working Paper**, December 1997.

UNAL Targan, **Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar**, İMKB Arş.yay. No: 7, Temmuz 1995.

WINSTONE David, **Financial Derivatives; Hedging with Futures, Forwards and Swaps**, Chapman&Hall Publishing, London, 1995.

BIS Quarterly Review, August 2000.

"Borsa Vadeli Piyasayla Vites Büyütecek", **Yeni Yüzyıl Gazetesi**, 29 Eylül 1997.

"Vadeli Piyasa Yabancıları Çekecek", **Yeni Yüzyıl Gazetesi**, 22 Eylül 1997.

Kurumsal Yatırımcılar ve Kurumsal Yatırım Yöneticileri için Risk Standartları, Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu, Temmuz 2000.