

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

MALİYE ANABİLİM DALI

MALİYE PROGRAMI

YENİ FİNANSAL ARAÇLARDAN TÜREV ÜRÜNLER

VE

VERGİLENDİRİLMESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Barış YILDIZ

HAZİRAN - 2006

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ * SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MALİYE ANABİLİM DALI
MALİYE PROGRAMI

YENİ FİNANSAL ARAÇLARDAN TÜREV ÜRÜNLER
VE
VERGİLENDİRİLMESİ

Barış YILDIZ

Karadeniz Teknik Üniversitesi - Sosyal Bilimler Enstitüsü'nce

Bilim Uzmanı (Maliye)

Ünvanı Verilmesi İçin Kabul Edilen Tez'dir.

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 09.06.2006

Tezin Sözlü Savunma Tarihi : 30.06.2006

Tezin Danışmanı : Prof. Dr. İhsan GÜNAYDIN

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Osman PEHLİVAN

Jüri Üyesi : Yrd. Doç. Dr. Uğur KAYA

Enstitü Müdürü : Prof. Dr. Osman PEHLİVAN

Haziran - 2006

TRABZON

0.SUNUŞ

00. Önsöz

Yeni finansal araçlar, türev ürünler ve koruma fonu gibi tasarrufları yönlendirici araçların sayısının her geçen gün artması, vergilemede mali boşluklar oluşturmaktadır. Vergi idareleri bu ürünlerden elde edilen gelirleri tanımlamada, bunları ülkelere tahsis etmede ve özellikle bu ürünleri kullanan firmalar vergi cenneti ülkelerde faaliyette bulunduğu anda bunları vergilemede zorluklarla karşılaşmaktadır. Türev ürünler vergilemede oluşan mali boşluklar neticesinde, temel kullanım amaçları olan hedging yani riskten korunma, spekülasyon ve arbitraj yanında, tali bir amaç gibi görünse de aslında çoğu kez bu amaçlarında önüne geçen vergiden kaçınma ve verginin peçelenmesi amacıyla da kullanılmaya çalışılmaktadır. Türk vergi mevzuatında türev ürünler için özel olarak getirilmiş kurallar bulunmamakta bu durumda zaten kavranması zor olan bu işlemlerin ülkemizde de vergilendirilmesinde sorunlar oluşmasına neden olmaktadır.

Bu çalışmada amaç, finansal risklere karşı koruma sağlayan yeni finansal araçlardan türev piyasası işlemlerinden elde edilen gelirlerin vergilendirilmesi ile ilgili esasları incelemek ve bu sözleşmelerin gerçek amaçları dışında nasıl vergiden kaçınma ve verginin peçelenmesi amacıyla yönelik olarak kullanıldığını tespit etmeye çalışmaktır.

Gerek öğrenciliğim döneminde gerekse de bu aşamadaki çalışmalarım sırasında bana sabırla yol gösteren, teşvik eden ve desteğini hiçbir zaman esirgemeyen çok değerli hocam Sayın Prof. Dr. İhsan GÜNAYDIN' a, yine öğrenciliğimde ve çalışmalarımda her zaman desteklerini aldığım sayın hocalarım Prof. Dr. Osman PEHLİVAN' a ve Yrd.Doç.Dr. Uğur KAYA'ya teşekkür ederim. Ayrıca çalışmalarımda bana yardımlarıyla büyük destek olan Arş. Gör. Bünyamin ER'e, Arş.Gör. Hilmi Erdoğan YAYLA'ya, Arş. Gör. Ekrem CENGİZ'e, Arş. Gör. Mehmet Hanefi TOPAL'a da teşekkürü bir borç bilirim. Son olarakta her zaman yanımda olan anneme, babama, kardeşime ve dostlarıma da minnetlerimi sunarım.

01. İçindekiler

	Sayfa Nr.
0. SUNUŞ	III
00. Önsöz.....	III
01. İçindekiler.....	IV
02. Özet.....	X
03. Summary.....	XI
04. Tablolar Listesi.....	XII
05 Şekiller Listesi.....	XIII
06. Grafikler Listesi.....	XIV
07. Kısaltmalar Listesi.....	XV
GİRİŞ.....	1-4

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİNANSAL YENİLİK VE TÜREV ÜRÜNLERİNE İLİŞKİN GENEL

AÇIKLAMALAR.....	5-47
11. Finansal Yeniliğin Tanımı.....	6
12. Finansal Yeniliklerin Artış Nedenleri.....	7
121. Faiz Ve Enflasyon Oranlarındaki Dalgalanmalar.....	8
122. Yasal Düzenlemeler.....	9
123. Bilgisayar Ve İletişim Teknolojilerinde Hızlı Gelişimler.....	10
124. Rekabet.....	11
13. Finansal Yeniliklerin Faydaları.....	12
14. Finansal Yeniliklerin Yaratabileceği Olumsuzluklar.....	13
15. Finansal Yeniliklerin Sınıflandırılması.....	13
16. Türev Ürünler.....	16
161. Türev Ürünlerin Tanımı.....	16
162. Türev Ürünlerin Tarihi Gelişimi.....	17
163. Türev Ürünlerin Türleri.....	19
164. Türev Ürünlerin Kullanım Amaçları.....	21

1641. Spekülasyon.....	22
1642. Arbitraj.....	23
1643. Risk.....	23
16431. Finansal Risk.....	24
16432. Finansal Risk Çeşitleri.....	24
164321. Sistematik Olmayan Risk.....	25
164322. Sistematik Risk.....	25
1643221. Sistematik Risk Çeşitleri.....	25
16432211. Piyasa Riski.....	26
164322111. Döviz Riski.....	27
164322112. Faiz Riski.....	27
164322113. Fiyat Riski.....	28
16432212. Kredi Riski.....	28
16432213. Likidite Riski.....	29
16432214. Operasyonel Risk.....	29
16432215. Hukuki Risk.....	29
16433. Finansal Risklerin Yönetilmesi.....	29
165. Türev Piyasaların Faydaları.....	33
166. Türev Piyasaların Yaratabileceği Olumsuzluklar.....	35
167. Dünya’ Da Türev Piyasası İşlemleri.....	38
1671. Hindistan’ da Türev Piyasası İşlemleri.....	42
1672. Tayvan’ da Türev Piyasası İşlemleri.....	42
1673. Güney Kore’ De Türev Piyasası İşlemleri.....	43
1674. İtalya’ da Türev Piyasası İşlemleri.....	44
168. Türkiye’ de Türev Piyasası İşlemleri.....	45

İKİNCİ BÖLÜM

2. TÜREV PİYASALARINDA YAPILAN İŞLEMLER.....	48-106
21. Forward İşlemler.....	49
211. Forward İşlemlerin Tanımı.....	49
212. Forward İşlemlerin Tarihi Gelişimi.....	49

213. Forward İşlemlerinin Temel Özellikleri.....	51
214. Forward İşlemlerin Avantaj ve Dezavantajları.....	53
215. Forward İşlemlerin Çeşitleri.....	54
2151. Döviz Forward Sözleşmeleri.....	54
2152. Faiz Forward Sözleşmeleri.....	57
216. Forward İşlem Uygulama Örneği.....	58
22. Futures İşlemleri.....	59
221. Futures İşlemlerin Tanımı.....	59
222. Futures İşlemlerin Tarihi Gelişimi.....	60
223. Futures İşlemlerinin Temel Özellikleri.....	62
2231. Futures İşlemleri Borsalarda İşlem Görürler.....	62
2232. Futures İşlemlerin Standartlaştırılmış Sözleşmeler Olması.....	62
2233. Futures İşlemlerin Takas Odasının Sağlanması.....	63
2234. Gelecek Komisyoncuları ve Seans İşlemcilerinin Gerekliliği.....	64
2235. Teminat Yatırma Gerekliliği.....	65
2236. Pozisyon Alımı İşlemi.....	66
2237. Fiyat Değişimi.....	67
224. Futures İşlemlerin Kullanım Amaçları.....	68
225. Futures İşlemlerin Çeşitleri.....	68
2251. Döviz Futures Sözleşmeleri.....	68
2252. Faiz Oranı Futures Sözleşmeleri.....	70
2253. Endeks Futures Sözleşmeleri.....	72
23. Opsiyon İşlemleri.....	73
231. Opsiyon İşlemlerinin Tanımı.....	73
232. Opsiyon İşlemlerinin Tarihsel Gelişimi.....	73
233. Opsiyon Sözleşmelerinin Temel Özellikleri.....	75
234. Opsiyon İşlemlerinde Temel Kavramlar.....	77
2341. Opsiyon Pozisyonları.....	77
2342. Alım Opsiyonu - Satım Opsiyonu.....	78
2343. Avrupa Opsiyonları ve Amerikan Opsiyonları.....	78
2344. Kârlılık Açısından Opsiyonlar.....	79
2345. Borsada İşlem Gören Opsiyonlar ve Tezgah Üstü Opsiyonlar.....	79
2346. Vade tarihi (Expiration Date).....	81

2347. Kullanım Fiyatı (Strike Price, Exercise Price).....	82
2348. Prim (Opsiyon Fiyatı).....	82
2349. Takas Merkezi (Clearing House).....	83
23410. Marjin.....	84
23411. Opsiyon Alım-Satım Süreci.....	84
23412. Opsiyon Sözleşmelerinin Kapatılması.....	85
235. Opsiyon Sözleşmesinin Yararları.....	85
236. Opsiyon Sözleşmesi Çeşitleri.....	87
2361. Döviz Opsiyonları.....	87
2362. Faiz Opsiyonları.....	88
2363. Hisse Senedi Opsiyonları.....	90
2364. Hisse Senedi Endeksi Opsiyonları.....	90
2365. Futures (Vadeli işlem sözleşmesi) Üzerine Opsiyonlar.....	91
24. Swap İşlemleri.....	93
241. Swap İşlemlerinin Tanımı.....	93
242. Swap İşlemleri Tarihi Gelişimi.....	94
243. Swap İşlemlerinin Temel Özellikleri.....	95
244. Swap İşlemlerinin Tarafları.....	97
245. Swap İşlemlerinin Çeşitleri.....	99
2451. Döviz swapları.....	100
2452. Faiz Swapı.....	101

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜREV PİYASASI İŞLEMLERİNİN VERGİSEL BOYUTU.....	107-181
31. Genel Açıklamalar.....	107
32. Türev Piyasası İşlemlerinin Türkiye Mevzuatındaki Yeri.....	108
33. Türev Piyasası İşlemlerinin Hukuki Niteliği.....	114
331. Forward Sözleşmeleri.....	115
332. Futures Sözleşmeleri.....	116
333. Opsiyon Sözleşmeleri.....	118
334. Swap Sözleşmeleri.....	119

34. Türev Piyasası İşlemlerinin Menkul Kıymet veya Diğer Sermaye Piyasası Aracı Niteliği.....	121
35. Türev Piyasası İşlemlerinin Vergilendirilmesi.....	126
351. Gelir Vergisi.....	126
3511. Gelir Vergisinin Konusu.....	127
35111. Menkul Sermaye İradı.....	128
35112. Ticari Kazançlar.....	128
35113. Diğer Kazanç ve İratlar.....	130
3512. Gelir Vergisinin Yükümlüsü.....	131
3513. Gelir Vergisinde Vergiyi Doğuran Olay.....	132
3514. Türev Piyasası İşlemlerinde Tahakkuk.....	133
3515. Türev Piyasası İşlemlerinin Vergilendirilmesi.....	134
3516. Türev Piyasası İşlemlerinde Vergi Stopajı.....	136
352. Kurumlar Vergisi.....	147
3521. Kurumlar Vergisinin Konusu.....	147
3522. Kurumlar Vergisinin Mükellefi.....	148
3523. Kurumlar Vergisinde Vergiyi Doğuran Olay.....	149
3524. Kurumlar Vergisinde Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi.....	149
353. Damga Vergisi.....	151
3531. Damga Vergisinin Konusu.....	151
3532. Damga Vergisinin Mükellefi.....	152
3533. Damga Vergisinde Vergiyi Doğuran Olay ve Vergilendirme.....	152
3534. Türev Piyasası İşlemlerinde Damga Vergisi İstisnası.....	153
354. Katma Değer Vergisi Kanunu.....	156
3541. Türev Piyasası İşlemlerinde Katma Değer Vergisi.....	158
3542. Türev Piyasası İşlemlerinde Katma Değer Vergisi İstisnası.....	160
355. Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi.....	161
3551. Türev Piyasası İşlemlerinde Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi.....	164
3552. Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisinde Arbitraj Muameleleri İstisnasının Türev Piyasası İşlemleri Açısından Değerlendirilmesi.....	165
36. Türev Piyasası İşlemlerinin Verginin Peçelenmesi ve Vergiden Kaçınma Aracı Olarak Kullanılması.....	168
37. Amerika Birleşik Devletleri'nde Türev Piyasası İşlemlerinin Vergilendirilmesi....	175

38. Avustralya’ da Türev Piyasası İşlemlerinin Vergilendirilmesi.....	179
39. Almanya’ da Türev Piyasası İşlemlerinin Vergilendirilmesi.....	181
4. SONUÇ VE ÖNERİLER.....	182
YARARLANILAN KAYNAKLAR.....	189
ÖZGEÇMİŞ	

02. Özet

1971 yılında Bretton Woods anlaşmasının bozulması ve petrol krizlerinin de etkisiyle uluslar arası mali sistemde köklü değişimler görülmeye başlamıştır. Dünya para piyasasında esnek (dalgalı) döviz kuru sistemi kullanılmaya başlamıştır. Para piyasasında ki bu değişim döviz kurlarının sürekli değişiklik göstermesine ve 1970'li yılların sonlarında da faiz oranlarında dalgalanmalara neden olmuştur. Bu süreç içinde finans dünyası, özellikle büyük orandaki döviz kuru ve faiz oranı gibi finansal risklerle karşı karşıya kalmıştır. Bunun sonucunda finansal risk yönetimi büyük önem taşımaya başlamıştır. Finansal riskten kaçınmak veya bu riski azaltmak amacıyla yeni finansal araçlar geliştirilmiştir. Bu araçlar arasında en önemlisi türev ürünlerdir.

Bu tezin amacı, yeni finansal araçlardan türev piyasası işlemlerinin vergilendirilmesi ile ilgili esasları incelemektir.

Bu amaçlara ulaşabilmek için öncelikle yeni finansal araçlar ve bunun en önemli parçası olan türev ürünlerin ekonomik nitelikleri incelenmiştir. Daha sonra Türk Hukuk Sistemi içerisinde türev ürünlerin yeri tespit edilmeye çalışıldıktan sonra bunlara uygulanabilecek vergi kanunları hükümleri incelenmiş, bu araçların vergisel olarak gerçek amaçları dışında nasıl kullanıldığı açıklanmaya çalışılmıştır. Son olarak ta seçilen bazı ülkelerdeki vergi kanunları karşısında türev ürünlerin durumuna değinilmiştir.

03. Summary

After Bretton Woods settlement had breahed in 1971, radical changes had been occured on international financial system. Flexible exchange rate had been started to use in World money market. The change in money market had caused continuous alteration on exchange rate. It had also caused fluctation on bank rate in 1970. In this process financial world had faced some risk like exchange rate and bank rate. Because of this, financial risk management had been started to carry weight. To escape financial risk or to minimize this risk, new financial instruments had been improved. Most important of these instruments is Derivative instrument.

The aim of this thesis is to specify derivative instruments that is new financial instrument and to show taxing ways of these instruments.

To reach this aim, economic property of new financial instrument and derivative instruments which is the most important part of that will be investigated. After that the position of derivative instrument in Turkish Law System will be detected. At last condition of derivative instrument in choosen country will be touched on.

04. Tablolar Listesi

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablonun Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Dünya’da Organize Piyasalarda İşlem Gören Türev Piyasası İşlemleri.....	40
2	Global Tezgahüstü Türev Piyasaları: Yıllık Miktarlar ve Dolanımdaki Sözleşmelerin Gayrisafi Piyasa Değerleri.....	41
3	Borsada İşlem Gören Opsiyonların ve Tezgah Üstü Opsiyonların Karşılaştırılması.....	81
4	A Firması, B Firması, C Firması Sabit ve Değişken Oranlı Faiz Borçlanma Oranları.....	104

05. Şekiller Listesi

<u>Şekil Nr.</u>	<u>Şeklin Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Taşıdıkları Temel Özellikler Açısından Türev Ürünler.....	19
2	İşlem Gördükleri Mekan Açısından Türev Ürünler.....	21
3	Piyasalarda Karşılaşılan Riskler.....	26
4	Takas Kurumunun İşleyişi.....	64
5	Faiz Swapının İşleyişi.....	102
6	A Firması, B Firması, C Firması Arasında Faiz Swapı Uygulaması.....	105
7	Para Swaplarının Vergi Stopajından Kurtulmak İçin Kullanılması.....	173

06. Grafikler Listesi

<u>Grafik Nr.</u>	<u>Grafiğin Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Dünyanın En Büyük 500 Şirketi'nin Türev Ürün Kullanımı.....	31
2	Ülke Bazında Dünyanın En Büyük 500 Şirketinin Türev Araçları Kullanımı.....	32
3	Risk Tipi Bazında Dünyanın En Büyük 500 Şirketinin Türev Araçları Kullanımı.....	33

07. Kısaltmalar Listesi

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BSMV	: Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi
CBOE	: Chicago Board Of Options Exchange (Chicago Opsiyon Borsası)
FASB	: Financial Accounting Standard of Board (Finansal Muhasebe Standartları Kurulu)
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
IDEM	: Italian Derivatives Market
ISDA	: International Swaps and Derivatives Association (Uluslararası Swap Aracıları Birliği)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KDVK	: Katma Değer Vergisi Kanunu
KOFEX	: Kore Vadeli İşlemler Borsası
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
LIFFE	: London International Financial Futures Exchange
NSE	: Hindistan Milli Borsası
NYSEI	: New York Stock Exchange Composite Index (New York Borsası Karma Endeksi)
SFAS	: Settlement of Financial Accounting Standart (Finansal Muhasebe Standartları Anlaşması)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TAIFEX	: Tayvan Vadeli İşlemler Borsası
TTK	: Türk Ticaret Kanunu

GİRİŞ

Son yıllarda bütün dünyada sermaye piyasalarına ilişkin değişikliklere tanıklık edilmiştir. Bu değişim süreci, kur oranlarının dalgalanmaya bırakılmasıyla sermaye piyasalarının yeni bir evreye girdiği 1970’li yılların başlarında ortaya çıkmıştır. Bu süreç sonrasında yaşanan petrol krizi, yüksek enflasyon artışı ve faiz oranlarının istikrarsızlığı sermaye piyasalarını daha da öngörülemez hale getirmiştir. Bunun sonucunda ekonomi kurumları bugüne kadar çok az dikkat edilen bir faktör olan, fiyat ve piyasa istikrarsızlığının yarattığı risk olgusunun önemini kavramıştır. Bu riskin doğması ile birlikte riske karşı korunma amacıyla kullanılan araçlara olan talepte de önemli artışlar olmuştur. Ayrıca uluslararası alandaki ticaretin giderek daha serbest hale gelmesi süreci sonucunda oluşan yeni piyasalardaki ulusal paralar, işletmeler ve ülkeler için daha kolay ulaşabilecekleri finansal kaynaklar haline gelmiştir. Buna paralel olarak bu piyasalarda faaliyette bulunan finansal kuruluşlar, bireyler ve kurumların ihtiyaçlarına cevap verecek yeni finansal araçlar oluşturmuşlardır. Bireysel ve kurumsal yatırımcılar gelecekteki piyasa şartlarından kazançlı çıkmak ve piyasada oluşabilecek olumsuzluklardan kaçınmak amacı ile bu yeni finansal araçları kullanmaya başlamışlardır.

Bu süreçle beraber sermaye piyasalarında yüzlerce yeni finansal araç oluşturulmuştur. Bu finansal araçların en önemlisi ise yirmi yıl kadar önce ortaya çıkmaya başlayan finansal türev araçlarıdır. Bu araçlar, finans teknolojisinde bir yeniliği temsil etmekte olup, kur ve faiz oranlarından başlayarak opsiyonlar ve hisse senedi endeksli piyasalarının gelişmesiyle hisse senedi piyasasına kadar uzanmışlardır. 1980’li yıllarda elektronik işlem sistemlerinin gelişmesiyle beraber hızlanan sermaye piyasalarının küreselleşme eğilimi türev araçlar piyasasına olumlu etki yapmış ve bu piyasaların hızla büyümesine yol açmıştır.

İki taraf arasında daha önceden belirlenmiş bir fiyattan, belirlenmiş bir miktarda mal veya nakit akışının önceden saptanmış belli bir gelecek zamanda alınıp satılmasını içeren sözleşmelere konu olan, getirisi daha önceden çıkarılmış bir finansal aracın getirisine bağlı, bir tür menkul kıymet olan türev finansal araçlar, piyasalarda oluşan değişik risklere karşı

korunma sağlamak amacıyla oluşturulmuş olmakla birlikte spekülâtif ve arbitraj amaçlıda kullanılmaktadırlar. Türev finansal araçlarla riske karşı korunma sağlanırken aslında risk başkasına yani spekülâtorlere aktarılmaktadır. Spekülâtorlerin, alım-satım işleminde bulunmaları, piyasanın likiditesini ve işlem hacmini arttırmaktadır. Spekülâtorlerin risk almak konusundaki isteklilikleri diğer piyasa katılımcılarına taşıdıkları riski spekülâtorlere devrederek riskten korunma imkânı sağlamaktadır. Dolayısıyla riskin spekülâtöre devredilmesi aslında riski ortadan kaldırmamakta ve risk sistemin içinde kalmaya devam etmektedir. Bu sebeple özellikle kumar mantığı içerisinde kullanılan türev ürünler hem kullanıcılarının büyük zararlarla karşılaşmasına hem de sermaye piyasalarında oluşabilecek krizlerin derinleşmesine neden olabilmektedir. Arbitrajcı ise, piyasalar arasındaki fiyat dengesizliklerinden yararlanmayı amaçlayarak risksiz kâr amacı peşinde koşan yatırımcılardır.

Türev işlemlerinin temelini oluşturan futures ve opsiyon işlemleri çoğunlukla organize borsalarda işlem görmekte, bunun doğal bir sonucu olarak da, vade, sözleşme büyüklüğü, alınacak teminatlar, fiyat adımları gibi işlem kriterleri, ilgili borsalar tarafından belirlenmektedir. Organize borsalarda işlem gören türev ürün sözleşmelerinin (futures ve opsiyon sözleşmeleri) standartlaştırılmasının en önemli nedeni piyasanın likit olmasını sağlamaktır. Forward işlemlerin en temel özelliği ise, organize borsalarda yapılmaması ve dolayısıyla fiyat, miktar ve vade gibi unsurların standart olmayıp, tarafların karşılıklı anlaşmasıyla belirlenmesidir. Forward işlemlerde, doğal olarak, takas garantisi de bulunmamaktadır. Swap işlemleri ise döviz kuru ve faiz oranı risklerinden korunabilmek, düşük maliyetli finansman sağlamak, kısa dönem aktif pasif yönetimi stratejilerini uygulamak, spekülasyon yapmak ve komisyon geliri elde etmek amacı ile gerçekleştirilmekte olup başlıca türleri para swapı ve faiz swapıdır.

Globalleşme ve bunun bir sonucu olarak ortaya çıkan uluslararası bütünleşme ile hızlı teknolojik ilerlemenin hem ülkelerin vergi toplayabilme güçlerini, hem de vergi yükü dağılımını etkilemesi olasılığı yüksektir. Vergi toplama konusuna dikkatli bir biçimde bakıldığında, mali boşlukların ülkelerin vergi sistemlerinin temelini kemirdiği fark edilebilir. Söz konusu mali boşluklar, gelişen küreselleşme olgusunun bir parçasıdır. Vergilemedeki mali boşlukların, nihayetinde mali sisteme ciddi ölçüde zarar verip vermeyeceği görülmeye değer bir konudur. Yeni finansal araçlar, türev ürünler ve koruma

fonu gibi tasarrufları yönlendirici araçların sayısının her geçen gün artması, vergilemede mali boşluk oluşturmaktadır. Bunların tamamı değil çok az bir kısmı yasal düzenlemeye tabi olmaktadır. Bu ürünlerden kişisel fayda sağlayanların belirlenmesi, işlemlerin tespiti ya da vergi yargısı açısından çok büyük sorunlar mevcuttur. Giderek artan ve yaygınlaşan türev ürünleri gibi finansal araçların vergi idareleri için karışık problemler ve vergi rekabeti için daha fazla olasılıklar oluşturmuştur. Bu finansal araçların oluşturduğu geliri, bunların yerini veya kaynağını izlemek ve böyle gelir elde eden mükellefi belirlemek giderek daha zor hale gelmektedir. Türev ürünler gibi karmaşık finansal araçların kullanımının ortaya çıkardığı güçlüklerden biride bu finansal araçların belirsizliklerden ve vergi işlemlerindeki istikrarsızlıklardan faydalanarak vergiden kaçınmada ya da olağan kullanımları dışında kötüye kullanılarak vergi kaçırma ve verginin peçelenmesi amacıyla kullanılabilmesidir. Türev ürünlerin yaygın kullanımı ile beraber artık kaynakta tevkifat yoluyla sınır ötesi yatırımlarından elde edilen gelirlerin vergilendirilmesinin de çok zor olduğu açıktır. Gelişmiş mali piyasalarda uzun yıllardır kullanılan bu tür araçların ülkemizde kullanılmaya başlaması aslında beklenen bir gelişmedir. Ancak ülkemizde türev sözleşmelerinin hukuk-muhasebe-vergi yönünden değerlendirilmesinde yeterli netlik bulunmamakta ve özellikle, bu sözleşmeler nedeniyle katlanılan giderlerle yine bu sözleşmelerden elde edilen gelirlerin vergisel açıdan nasıl değerlendirileceği konusunda sıkıntılar yaşanmaktadır.

Bu çalışmada amaç, finansal risklere karşı koruma sağlayan yeni finansal araçlardan türev piyasası işlemlerinden elde edilen gelirlerin vergilendirilmesi ile ilgili esasları incelemek ve bu sözleşmelerin gerçek amaçları dışında nasıl vergiden kaçınma ve verginin peçelenmesi amacına yönelik olarak kullanıldığını tespit etmeye çalışmaktır. Amaca ulaşmak için öncelikle yeni finansal araçlar hakkında bilgiler verilmiş ve yüzlerce yeni finansal araç içerisinde çok ayrı bir öneme haiz olan türev ürünlerin ortaya çıkış nedenlerine, tarihi gelişimine ve kullanım amaçlarına değinilmiştir. Daha sonra bu araçların ekonomik nitelikleri ortaya konulmaya çalışılmıştır. Son olarakta bu araçların vergisel boyutu ülkemizdeki hukuki-vergisel durumu ve seçilen örnek ülke uygulamaları incelenerek anlatılmıştır. Ayrıca bu araçların, vergi kayıp ve kaçaklarına neden olan en önemli nedenlerden biri olduğu vurgulanarak bunun nasıl bir mekanizmayla yapıldığı anlatılmaya çalışılmıştır.

Bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde yeni finansal araçlara ilişkin genel açıklamalara, bunların artış nedenlerine ve sağladıkları yararlarla yaratabilecekleri olumsuzluklara değinilmiştir. Ayrıca yeni finansal araçların beklide en önemlisi olan türev ürünlerin tarihsel gelişimi, ortaya çıkış nedenleri, kullanım amaçları ve özellikle risk kavramı ve içeriği incelenmiş bu ürünlerin faydaları ve yaratabileceği olumsuzluklara ek olarak dünyada ve Türkiye'deki kullanımları anlatılmıştır.

İkinci bölümde, türev piyasasında yapılan işlemler olan forward, futures, opsiyon ve swapların ekonomik nitelikleri konunun sınırlandırılması amacıyla emtia üzerine yapılan sözleşmelere değinilmeden ele alınmıştır

Üçüncü bölümde, türev piyasası işlemlerinin hukuki nitelikleri ile bu işlemlerden elde edilecek gelirlerin ve katlanılacak giderlerin vergisel açıdan nasıl değerlendirilebileceği ülkemiz ve dünya uygulamaları incelenerek açıklanmaya çalışılarak bu işlemlerin vergiden kaçınma ve verginin peçelenmesi amacına yönelik olarak nasıl kullanıldığı örnekler yardımıyla vurgulanmaya çalışılmıştır.

Son bölümde ise sonuç, değerlendirme ve önerilere yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİNANSAL YENİLİK ve TÜREV ÜRÜNLERİNE İLİŞKİN GENEL AÇIKLAMALAR

Yirminci yüzyılın son çeyreği, teknolojik ve finansal açıdan çok büyük değişikliklere sahne olmuş ve bunun sonucunda uluslararası mali sistemde köklü değişimler görülmüştür. Bu değişim sürecinde, uluslararası ticaretin ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, hacminin artması, hızlanması, yaygınlaşması ve yeni yatırım araçlarının devreye girmesi, yeni üretim teknikleri ve bilgi ekonomisinin avantajları ile büyüyen dünya ekonomisinin yapısı, önemli bir değişime uğramıştır. Gelişen teknolojik yapı, finansal yenilikleri beraberinde getirirken, birçok endüstriyi de peşinden sürüklemiştir. Bu değişimlerden en çok etkilenen finans dünyası, 1980'lerden sonra hızlı bir büyümeye maruz kalmış ve yaşanan değişimle birlikte ortaya çıkan finansal yenilikler finans sektörünü daha karmaşık hale getirmiştir.

Finansal yenilik, aslında son yıllara ait bir süreç olmayıp geçmişte en azından onyedinci yüzyıla kadar dayanmaktadır. Örneğin opsiyon gibi bazı finansal araçların önemli bir kısmı önceden var olan araçların sadece yeni halleridir. Fakat tarihin hiçbir dönemi son otuz yıl boyunca görülen hızda bir yenilik süreci ve buna bağlı olarak dünyanın her yerinde arka arkaya açılan türev piyasası araçlarının işlem gördüğü borsaları görmemiştir. Özellikle 1960'da Euro-dolar piyasasının kurulmasından sonra başlayan ve 1980'lerden sonrada akıl almaz bir hızla artan finansal yenilikler akımı bugünde tüm hızıyla devam etmektedir. Bugün Wall Street Journal veya Financial Times okuyan bir kimse hemen her gün yeni bir mali araçtan bahsedildiğini görecektir. Bu bölümde ortaya çıkan bu finansal yenilikler ve bu yeniliklerden en önde geleni olan türev ürünler hakkında bilgiler verilecektir.

11. Finansal Yeniliğin Tanımı

Organize ve tezgahüstü piyasalarda düzenli olarak işlem gören collar (birleştirilmiş iki faiz oranı opsiyonu) ve junk bond (ıskarta tahviller; iyi tanınmayan veya çok riskli olarak bilinen şirketler tarafından çıkartılan güvenilirlik derecesi düşük tahviller) gibi isimleri olan yüzlerce farklı yeni finansal araç vardır. Ayrıca özel müşterilerin belirli amaçlarını gerçekleştirmelerini sağlayacak şekilde, üreticileri tarafından uygun hale getirilmiş binlerce yeni finansal araçta piyasalarda bulunmaktadır (FOX-MCLNTYRE, 2003, s.48).

Finansal yenilik, finans piyasalarının veya finansal aracılığın etkin olmaması sonucu ortaya çıkan kâr fırsatlarından yararlanmak için piyasaya çıkarılan ürünler veya süreçler olarak tanımlanmaktadır (CEYLAN, 2004, s.2).

Finansal yeniliklerin ürün olarak ortaya çıktığı durumlarda ana faktör enflasyon ve faiz oranlarındaki değişiklikler, süreç olarak ortaya çıkan finansal yeniliklerde ise ana faktör, teknolojik gelişme olmaktadır. ABD'de son yıllarda ortaya çıkan Süper NOW Hesapları, Evrensel Yaşam Sigortası, Faiz ve Döviz Swapları, Para Piyasası Yatırım Hesapları, Faiz Oranı ve Hisse Senedi Endeksli Futures Piyasaları ürün olarak ortaya çıkan finansal yeniliklere örnek olarak verilebilir. Aynı dönemde süreç olarak ortaya çıkan yenilikler için ise Otomatik Para Çekme Makineleri, Nokta Satış Terminalleri, Kişisel Bilgisayarlarla Finansal İşlemler ve Elektronik Fon Transferi Sistemi örnek olarak verilebilir (KAPLAN, 1999, s.2).

Bir diğer tanıma göre finansal yenilik, yasal düzenlemeler ile vergi faktörlerinin finansal yeniliğe çok önemli katkıları bulunduğundan hareketle, bu faktörlerin sonucunda mevcut finansal ürün ve süreçler dizisinde oluşan tahmin edilemeyen gelişmeler olarak tanımlanmaktadır. Ancak finansal yeniliği sadece yasal gelişmelerin bir ürünü olarak görmek tüm süreci açıklamakta yetersiz kalabileceğinden, finansal yeniliği mikro ekonomik açıdan ele alan yaklaşımlara da bakmak gerekmektedir. Buna göre yeni finansal araçlar veya uygulamalar, firmaların üzerindeki finansal kısıtlamaları azaltmak için çıkarılan araçlardır. Bu kısıtlamalar içsel ve dışsal olabilir. Dışsal kısıtlamalara hükümetten gelebilecek düzenlemeleri (mevzuat) ve pazarın firmanın optimizasyon problemini kısıtlamasını örnek olarak verebiliriz. İçsel kısıtlamalar ise firmanın kendi koyduğu

hedefler, aktif büyüme oranı, likidite oranları vb.'leri olabilir (GÜNDÜZ-TUTAL, 1995, s.2).

12. Finansal Yeniliklerin Artış Nedenleri

Finansal yeniliklerin artışının çok çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bu nedenler çeşitli yazarlar tarafından değişik şekillerde sınıflandırılmıştır. Finansal yenilik üzerine en sistematik çalışmalardan birini yapan Julian Walmsley finansal yeniliklerin artış nedenlerini üçe ayırmıştır. Bunlardan birincisi, piyasalardaki kıyasıya rekabet ve dolayısıyla farklılık yaratma ihtiyacı içerisinde yenilikler bulma gereğidir. İkincisi, Amerika ve Avrupa mali piyasalarındaki deregülasyon ve bankaların, üzerlerine sermaye yeterliliği baskısı binmesi sonucu, geleneksel faaliyet alanlarından çıkma ihtiyacıdır. Üçüncüsü ise, teknolojideki gelişmelerdir. Teknolojik gelişmeler, finansal yeniliklerin artışında gözardı edilemeyecek bir unsur olarak belirtilmekte ve özellikle bilgisayarın olmaması halinde finansal yeniliklerin pek çoğunun hayata geçirilmesinin mümkün olmayacağı belirtilmektedir. Yine mali piyasalardaki yenilikleri inceleyen ve bunun için “finans mühendisliği” tanımını kullanan John Finnerty, bu piyasalardaki yeniliklerin nedenlerini 11 madde halinde belirtmiştir. Bunlar; vergi boşlukları, işlem maliyetleri, aracı maliyetleri, riski azaltma veya başka oyuncuya kanalize edebilme imkanı, bir varlığın likiditesini arttırma, hukuki düzenlemelerde değişiklikler, faizlerin seviyesi ve değişkenliği, fiyatların seviyesi ve değişkenliği, finansal teorilerin veya risk-getiri karakteristiğinin daha iyi anlaşılmasını sağlayacak akademik çalışmaların yapılması, muhasebe yönünden menfaatler ve teknolojik gelişmelerdir (MÜMİNOĞLU, 1994, s.5).

Finansal yeniliklerin artışı ile ilgili olarak Julian Walmsley ve John Finnerty'nin ortaya koyduğu artış nedenlerinin yanı sıra bu finansal yeniliklerin 1960'lardan sonra hızla artmasının nedenleri daha genel olarak dört başlık altında toplanmaktadır. Bunlar; faiz ve enflasyon oranlarındaki dalgalanmalar, yasal düzenlemeler, bilgisayar ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler ve rekabettir.

121. Faiz ve Enflasyon Oranlarındaki Dalgalanmalar

Faiz oranları, enflasyon, öz sermaye maliyetleri ve döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmaların artması finansal yeniliklerin ortaya çıkmasına neden olmuştur (KOCAMAN, 2004, s.17).

Finansal yenilikler, kullanıcılarını birçok açıdan daha etkin hale getirirken, mevcut risklerin azaltılmasında da önemli rol oynamaktadır. Nitekim bu yeniliklerin ortaya çıkmasının en önemli sebeplerinden biri artan risk olgusu gösterilmektedir. Küresel ekonomideki yapının değişmesi, finansal piyasalardaki riskleri de artırmakta ve özellikle piyasalardaki kur, enflasyon, faiz risklerinin artması kâr amaçlı yeni finansal varlıklarla ilgili arayışları da hızlandırmaktadır. Başka bir deyişle, Bretton Woods sisteminin yıkılışı ve sabit kur sisteminden serbest kur sistemine geçilmesiyle enflasyon ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların artışı sonucu ortaya çıkan risklerden korunmak için farklı tip araçların talebinde bir artış görülmüştür. Bu dönemde ortaya çıkan faiz ve enflasyon oranındaki hızlı dalgalanma mevcut yatırım araçlarının tekrar değerlendirilmesi sonucunu doğurmuştur.

Söz konusu dalgalanma artışına paralel olarak piyasalarda sistematik riskler gündeme gelmiş ve artış göstermiştir. Dolayısıyla firmalar ve yatırımcıların üretim, yatırım ve finansman kararları da daha riskli hale gelmiştir. Finans ve döviz piyasalarında artan bu volatilité ile bankalar hem müşteri ilişkilerini geliştirmek hem de ek komisyon geliri elde edebilmek için, müşterilerin spesifik ihtiyaçlarına yönelik risk yönetim hizmetleri sağlamaya yönelmişlerdir.

Faiz ve enflasyon oranlarındaki dalgalanmalar sonucu ortaya çıkan risklerden kaçınmak amacıyla 1970'lerde ortaya çıkan finansal yeniliklere üç örnek verilebilir. Bunlar; değişken oranlı borç araçlarının ortaya çıkışı, vadeli işlem piyasalarının ortaya çıkışı ve borç araçları için opsiyon piyasalarının ortaya çıkışıdır (KAPLAN, 1999, s.5).

Faiz ve enflasyon oranlarındaki dalgalanmanın yükseldiği dönemlerde bireyler sabit oranlı yatırım araçlarına fonlarını yatırmak yerine, değişken oranlı yatırım araçlarına yatırım yapmayı tercih etmişlerdir. Bu şekilde fon sahipleri kendilerini faiz oranı riskine karşı korumaya çalışmışlardır.

Bir vadeli işlem piyasası belli bir satıcının belli bir standart malı ileride belirlenmiş bir tarihte üzerinde anlaşılan bir fiyattan alıcıya satma konusunda anlaştıkları vadeli kontratların işlem gördüğü piyasalardır. Vadeli işlem piyasaları sayesinde yatırımcılar risklere karşı kendilerini koruma (hedge) imkânını elde etmişlerdir. Finansal işlemlerde vadeli işlem kontratları ile hem yatırımcılar hem de finansal araçlar faiz oranı riskine karşı kendilerini koruma (hedge) imkânına sahip olmaktadır.

Yatırımcıları faiz oranı riskine karşı koruyabilecek diğer bir yatırım aracı da borç araçları üzerinden yapılan opsiyon işlemleridir. Bir opsiyon kontratı bir varlığı belli bir kullanım fiyatından alma veya satma hakkını sağlamaktadır. Bu işlemlerle de yatırımcılar kendilerini karşı karşıya kalacakları risklere karşı korumaktadırlar.

122. Yasal Düzenlemeler

Finansal yeniliklerin gündeme gelmesinin bir başka nedeni ise şirketlerin ve finansal kurumların kâr elde etme imkânlarını sınırlayan yasal düzenlemelerden kaçınmak amacıyla yeni arayışlara başvurmalarıdır (<http://www.makalem.com/seatch/ArticleDetails.asp?nARTICLEid=2711>, 25.02.2006).

Yasal düzenlemeler firmaların kâr marjlarının azalmasına neden olabilmektedir. Bu yasal düzenlemeler sonucu artan maliyetler, yatırımcıları bu düzenlemelerden kaçınmak amacıyla finansal yenilik arayışına girmeye zorlamıştır.

Yasal yükümlülük doğrudan yada dolaylı olarak vergilemeden kaçınmadır. Vergiden kaçınma hipotezine göre mevduat piyasasındaki rekabet ve maliyetli rezervler (mevduat munzam karşılıklar) nedeniyle, türev ürünler (bilanço dışı işlemler) bu faiz getirisi olmayan ama tutulmaları zorunlu olan rezervlerden kaçınma şansı sağlamak ve bankalara kredilerini daha ucuz yoldan finanse etme fırsatını sunmaktadır.

Pavel (1987) bankaların kredilerini menkul kıymetleştirmenin ve teminat mektubu vermelerinin gerisindeki nedenin, sermaye yeterliliği gibi yasal vergilendirme yollarından kaçınmak olduğunu söylemektedir. Yasal düzenlemelerin kısıtlayıcı etkisi olduğunu destekleyen bir başka çalışma da Siems ve Clark'a (1997) aittir. Bu çalışmaya göre

Amerikan bankalarının geleneksel faaliyetlerini azaltıp, aracılık ve komisyona dayalı diğer faaliyetlere yönelmelerinin temelinde ekonomik şartlar, finansal yeni ürünler ve yasal kısıtlamalar bulunmaktadır. Uygulanan yasal kısıtlamalar olmasaydı, bankacılık kesimi çok daha hızlı bir gelişme gösterebilir, günümüz bankacılığı daha etkin ve müşterilere maliyeti daha düşük olabilirdi (AYDIN, 2000, s.73).

Bankacılık sektörü en yoğun düzenlemelerin yapıldığı sektörlerden birisi olduğu için, bu sektör yeniliklerin en fazla ortaya çıktığı sektör olmaktadır. İki tür yasal düzenleme bankaların kâr imkânını önemli ölçüde sınırlamaktadır (KAPLAN, 1999, s.6):

- Bankalara topladıkları mevduatın belli bir kısmını rezerv olarak tutma zorunluluğunu getiren karşılıklar yani munzam karşılıklar mevduat üzerinde bir vergi gibi etkiye bulunduğu için yenilikleri etkilemektedir. Bu rezervler üzerinden genellikle bir faiz ödemesi yapılmadığı için bunun maliyeti kredi olarak kullanarak elde edeceği faiz kaybıdır. Her birim mevduat için munzam karşılık olarak kesilen miktar kadar kullanılabilir krediden elde edilecek faiz kaybı kadar bir maliyet ortaya çıkmaktadır. Bu maliyetten kurtulabilmek amacıyla bankalar, bu düzenlemelerden kaçınmak amacıyla repo gibi finansal yenilikler yaratarak kâr artışı yaratmaya çalışmaktadırlar.
- Mevduata ödenen faiz oranları üzerindeki kısıtlamalar da bankaların kâr imkanını önemli ölçüde etkilemektedir.

123. Bilgisayar ve İletişim Teknolojilerindeki Hızlı Gelişmeler

Bilgisayar ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler finansal yeniliklerin ortaya çıkmasına, finansal işlemlerin maliyetlerini düşürüp daha fazla kâr imkânı yaratarak katkıda bulunmaktadır.

Teknolojik gelişmeler aynı anda birçok işlemin yapılmasını ve verimliliğin artmasını sağlamakta buda işlem başına maliyetlerin düşmesini sağlamaktadır. Ayrıca teknolojiye yaşanan hızlı ilerlemeler, finansal hizmet alanında sunulan ürünler açısından da birçok yenilik getirirken, finansal kurumların ve şirketlerin maliyet avantajı sağlamalarına imkân

tanımıştır. Bunun sonucunda maliyeti yüksek finansal ürünler zamanla cazibesini kaybederken, maliyet üstünlüğü olan yeni ürünler gündeme gelmiştir.

Teknolojik gelişme ile ortaya çıkan finansal yeniliklere üç örnek verilebilir. Bunlar; kredi kartları, menkul kıymetleştirme ve finansal piyasaların uluslararasılaşmasıdır (KAPLAN, 1999, s.7).

Bir firma kredi kartı çıkardığı zaman kredi kartı sahibine kullandığı krediden bir gelir elde etmektedir. Ayrıca kredi kartı ile yapılan alışveriş merkezinden de bir gelir elde etmektedir. Bankalar kredi kartı sisteminin başarısını gördükten sonra bu alandaki kâra ortak olmak için bu alana yatırım yapmaya başlamışlardır. 1970'lerin başlarında kredi kartı hizmeti sunma maliyetlerini büyük ölçüde azaltan teknolojiye gelişmeler, kredi kartı sektöründeki kârların daha yüksek olması sonucunu yaratmıştır.

Menkul kıymetleştirme, risk paylaşımı amacıyla sermaye piyasası araçları içinde nakit olmayan araçların nakit hale dönüştürülmesi sürecidir. Bu da teknolojik gelişme ile eş zamanlı olarak ortaya çıkan yeniliklerden bir tanesidir. Böylece büyük meblağlı yatırım araçlarına küçük yatırımcılar da ortak olma imkânına kavuşmaktadırlar. Böylece riskin kurumsal yatırımcılar ve küçük yatırımcılar arasında paylaşımı gerçekleşmektedir.

Bilgisayar ve telekomünikasyon teknolojisindeki gelişmeler finansal piyasaların arkasındaki itici gücü oluşturmaktadır. New York ve Tokyo'da işlem yapan kişiler yerel borsayla ve o borsanın çalışma saatleri ile sınırlı değillerdir. Herhangi bir zaman diliminde gece ve gündüz işlem yapabilmektedirler. Bilgisayar teknolojisindeki gelişmeler sonucunda uluslararası telekomünikasyonda ortaya çıkan düşük maliyet ülke dışında yatırım yapmayı daha kolay hale getirmektedir. Bunun sonucunda yatırımcılar 24 saat işlem yapabilecekleri hisse senedi, bono ve tahvillerin olduğu piyasalara kaymaya başlamışlardır.

124. Rekabet

Finansal araçlar arasındaki rekabetin artması finansal yeniliklerin artış nedenlerinden bir diğeri olarak gösterilebilir.

Edwards ve Mishkin'e (1995) göre, finans dışı kesim için bankaların fon kaynağı olarak önemini yitirmesi, ticari senetlerin ve junk bond piyasalarının büyümesi nedeniyle gelir avantajlarını yitirmeleri ve artan aktif menkul kıymetleştirmeleri bankaların aracılık faaliyetlerini önemli oranda etkilemiştir. Banka dışı finansal kurumlarla rekabet artışı, maliyet ve gelir avantajlarını zayıflatarak, bankaların kâr marjlarını daraltmıştır. Siems ve Clark (1997) bankaların artan bu rekabete geleneksel faaliyetlerindeki hizmet sunum yöntemlerini değiştirerek ve yeni teknolojilerini yeni faaliyetlere yönelterek cevap verdiğini söylerler (AYDIN, 2000, s.75)

13. Finansal Yeniliklerin Faydaları

Bir finansal yeniliğin faydalı, uzun soluklu olması ve kullanımının yaygınlaşması bu yeniliğin sistemin performansını iyileştirmesine ve işlevlerini daha etkin hale getirmesine bağlıdır. Ortaya çıkan yeni finansal ürünün yada kurumun sistemin performansını iyileştirmesi için şu niteliklere sahip olması gerekmektedir (AYRIÇAY, 2003, s.3):

- Piyasaları tamamlayıcı olmalıdır. Yani, mevcut olan eski ürünlerin farklı bir şekline eşdeğer olmamalıdır. Bir başka deyişle, risk-getiri-maliyet alanında mükerrer nitelik taşımamalıdır. Bu ise, ya yeni bir risk yönetimi ürünü (menkul kıymet veya kurum) yada kaynak dağılımını iyileştirici bir ürün şeklinde olabilir.
- İşlem maliyetlerini azaltıcı veya likiditeyi artırıcı olmalıdır.
- Bilgi dağılımındaki dengesizlikleri ortadan kaldırarak (azaltarak) veya organizasyon içi çıkar çekişmelerinin çözümüne yardımcı olarak bu problemler yüzünden ortaya çıkan maliyetleri azaltıcı olmalıdır. Türev piyasalar ve türev araçlar finansal sistemin performansının iyileştirilmesiyle ilgili olarak yukarıda sıralanan üç temel niteliğe sahip yeniliklerdir.

Yukarıda saydığımız niteliklere sahip olan yeni finansal ürünlerin sağladığı beş temel fayda vardır (ÖNCÜ, 1995, s.12):

- Çoğu zaman geleneksel fon sağlama araçlarından daha ucuzdurlar.

- Müşterilere daha geniş finansal kaynaklardan yararlanma fırsatı verirler.
- Riskten korunma araçları sağlarlar.
- Vade dönüşümünü içerebilirler. Böylece maliyetin karışımı ve fonların elde edilebilirliğini geliştirirler.
- Yeni teknikler finansal ürünlerin likiditesini arttırabilir ve böylece finansman kaynaklarının türünü genişletmiş olurlar.

14. Finansal Yeniliklerin Yaratabileceği Olumsuzluklar

Gelişmiş ülkeler üzerinde yapılan çalışmaların çoğu yeni finansal ürünlerin miktarındaki artışın, para istikrarsızlığına sebep olduğunu veya mevcut istikrarsızlığı arttırdığını ortaya koymuştur.

Ortaya çıkan bir diğer sonuç da yeni finansal ürünlerin miktarındaki artışın para talebi tahminini güçleştirdiği yönündedir. Buna göre, her zaman para talebinin kısa vadeli davranışı, uzun vadeli davranışına göre daha büyük bir istikrarsızlık göstermekte ve tahmin edilmesi daha güç olmaktadır. Bu da para talebinin sınırlı olan kısa vadeli değişkenliğini anlamayı daha da güç hale getirmektedir. Son yıllarda finansal yeniliklerin miktarındaki artışın etkisiyle, para arz ve talebi davranışının tahmin edilmesi, geçmiş yıllara göre daha güç hale gelmiştir.

Para arz ve talebi üzerindeki tartışmaları özetlemek istersek, finansal ürünlerin miktarındaki artışla beraber para arzı ve para talebi istikrarsız olmakta ve tahmin edilebilirliği güçleşmektedir.

15. Finansal Yeniliklerin Sınıflandırılması

Finansal yenilikler çeşitli kurumlar tarafından değişik şekillerde sınıflandırılmışlardır. Bunlardan en dikkat çekenleri Kanada Ekonomik Konseyi ve Uluslar arası Ödemeler Bankası tarafından yapılan sınıflandırmalardır.

1960'lı yıllardan itibaren finansal piyasalarda görülen yeni ürünler Kanada Ekonomik Konseyi tarafından üç farklı kategoride sınıflandırılmaktadır (KOCAMAN, 2004, s.16):

- 1- Piyasa genişletici araçlar; piyasanın likiditesini arttırarak, taraflara yeni yatırım fırsatları sunar.
- 2- Risk yönetim araçları; piyasa, finansal varlıklara bağlı risklerin yeniden dağıtılmasına aracılık ederek, bu riskleri daha kolay taşıyıp, bertaraf edebilecek özelliklere sahip olan tarafların riskleri üstlenmesine aracı olurlar.
- 3- Arbitraj araçları; yatırımcıların finansal varlıkların değişik piyasalarda, risk algılaması, bilgiye ulaşma ve vergilendirme farklılıkları nedeniyle farklı fiyatlardan satılması sonucu doğan maliyet ve getiri üstünlüklerinden yararlanmalarını sağlar.

Uluslararası Ödemeler Bankası ise (Banka for International Settlements – BIS) finansal yenilikleri işlevlerine bağlı olarak sınıflandırmayı önermektedir. Buna göre finansal yenilikler (KOCAMAN, 2004, s.16):

- Fiyat riski transferi araçları
- Kredi riski transferi araçları
- Likidite yaratan araçlar
- Kredi yaratan araçlar
- Öz sermaye yaratan araçlardır.

Finansal yeniliklerin ilk sonuçları, finansal ürün ve tekniklerdir. Bu yeni finansal ürünlerin birkaçı türevler, geri çağrılabilir tahviller ve şirketlerin aktiflerindeki alacakların menkul kıymet haline dönüştürülmesi sonucu ortaya çıkan varlığa dayalı ticari finansman bonolarıdır.

Şirketlerin üretmiş oldukları finansal ürünlerden en hızlı büyüyenlerinden birisi varlığa dayalı finansman bonoları olarak ortaya çıkmaktadır. İşletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla, şirketler tarafından ihraç edilen kısa vadeli ve teminatsız bonolar olarak tanımlanan bu bonolar, genellikle uluslararası şirketler tarafından kısa vadeli fon sağlamak için piyasaya sürülmektedir. Bonoların değeri ise uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen değerlerle ortaya çıkmaktadır. Bu değer, şirketin risk yapısı, finansal gücü ve şeffaflığı göz önüne alınarak belirlenmektedir.

Finans dünyasının getirmiş olduğu yeniliklerin temelinde aslında finansal ve finansal olmayan riskli yapıyı en aza indirmek yatmaktadır. Finansal risk literatürde, kavram itibariyle döviz ve faiz riski olarak iki temel yapıya indirgenmektedir. Bu risklerin temelinde, fiyat dalgalanmaları sonucunda şirketlerin ve finansal kurumların aktifinde yer alan değişme yer almaktadır. Özellikle kur ve faiz riski, finansal kurumlar açısından kontrol altına alınması gereken birincil risk olarak ele alınmakta ve oluşan finansal riskler, uluslararası finansal sistemdeki küresel şirketleri ve yatırımcıları, bu riskleri göz önüne alarak portföy oluşturmaya yönelmektedir. Böylelikle finansal piyasanın etkinliği artarken, ekonominin performansı da yükselmektedir. Nitekim finansal pazarlar artan performansa, türev ürünleri yeni ürün olarak piyasaya sunarak cevap vermişlerdir.

Türev ürünler, iki taraf arasında nitelikleri önceden belirlenmiş bir yada daha fazla varlığın gelecekteki değerine bağlı olarak, bugünden alım-satımının yapılması için oluşturulan finansal sözleşmeler olarak tanımlanmaktadır. Vadeli kontratlar, finansal gelecek kontratları, faiz ve döviz swap'ları ve opsiyonlardan oluşan türev ürünler, özellikle döviz kuru ve faiz oranı dalgalanmalarıyla ilgili olarak, borç alan ve veren taraflara yeni fırsatlar sunarken finansal aracı kurumların kâr kaynaklarını farklılaştırmalarına da olanak sağlamaktadır. Ayrıca bu yeni finansal ürünler faiz ve döviz risklerinden korunmada kullanıldıkları gibi aynı zamanda spekülasyon amaçlı olarak da kullanılmaktadırlar (ÖNCÜ, 1995, s.11).

16. Türev Ürünler

Mali risk yönetim ürünleri, hedging araçları, yeni finansal teknikler, bilanço dışı ürünler gibi adlarla da ifade edilen türev ürünleri, ürün bazında finansal yenilik sürecinin en başında gelmektedir.

161. Türev Ürünlerin Tanımı

Türev ürünlerle ilgili bazı tanımlara bakacak olursak;

Türev finansal araç, iki taraf arasında daha önceden belirlenmiş bir fiyattan, belirlenmiş bir miktarda mal veya nakit akışının önceden saptanmış belli bir gelecek zamanda alınıp satılmasını içeren sözleşmelere (kontratlara) konu olan, getirisi daha önceden çıkarılmış bir finansal aracın getirisine bağlı, bir tür menkul kıymettir (KOCAMAN, 2004, s.122).

Finansal Muhasebe Standartları Kurulu (FASB-Financial Accounting Standard of Board A.B.D.) tarafından yayınlanan FAS 133 nolu standardında türev ürün daha önceki muhasebe standartlarında olduğu gibi yalnızca örnekleme suretiyle tanımlanmıştır. Türev ürün bir finansal araç veya diğer sözleşmeler olarak aşağıda sayılan özelliklere sahiptir (EBİÇLİOĞLU-KAHRAMAN, 1999, s.1-2):

- Türev ürün bir veya daha fazla temele (varlık veya işleme) ve bir veya birden fazla hayali miktara veya ödeme koşuluna veya bu şartların her ikisine birden sahiptir.
- Piyasa faktörlerindeki değişikliklere benzer tepkileri vermesi beklenen kontrat türleri için türev ürün, sıfır başlangıç yatırımı veya az bir gerektirdiğinden küçük miktarda olan bir başlangıç yatırımı ister. Örneğin opsiyon kontratlar için ödenen prim gibi.
- Türev ürünün yapısı net bir sona erdirmeyi gerektirir veya buna izin verir. Net olarak kolayca kontrat dışı bir yolla sona erdirilebilir veya türev ürün net olarak sona erdirmeden temel olarak farklı olmayan bir şekilde alıcıya, söz konusu varlık teslim edilir.

Türev ürünler muhasebe terminolojisi açısından bilanço dışı (off balance-sheet) ürünlerdir. Çünkü geleneksel varlık ve yükümlülükten ziyade şarta bağlı varlık veya yükümlülüklerin doğmasına neden olurlar (ÖNCÜ, 1995, s.10). İşletmelerin içinde bulunduğu ekonomik şartlar her zaman işletmelerin bilanço içi işlemleri uygulamalarına uygun olmayabilir. Böylesi durumlarda da işletmeler bilanço dışı finansal ürünlere başvurabilirler. İşletmeler risk yönetimleri çerçevesinde risk profillerini amaçlarına uygun olarak değiştirmek amacıyla bilanço içi operasyonları ve bilanço dışı finansal ürünleri kullanırlar.

Bu piyasalarda alım satımı yapılan araçların türev ürünler olarak adlandırılmasının nedeni, söz konusu finansal enstrümanların nakit piyasalarda işlem gören hisse senedi, tahvil gibi temel yatırım araçları kullanılarak oluşturulması; değerlerinin, dayandıkları nakit piyasada işlem gören temel yatırım araçlarının değerlerinden türetilmiş olmasıdır. Piyasanın ihtiyaçları doğrultusunda geliştirilmişlerdir ve bu temel değerlere dayalı hak ve yükümlülükler sağlayan anlaşmalardır. Bu piyasaların en önemli özelliği işlem gören malların kendisinden değil, bu mallara ait fiyat, faiz, kur değişikliklerinden kâr elde etme umududur.

Dünyadaki türev piyasalarına bakılıp genel bir sınıflandırılma yapıldığında hisse senedi endeksi, faiz, döviz gibi finansal araçlara, pamuk, buğday, mısır, palm yağı gibi tarımsal ürünlere, metallere ve enerjiye dayalı türev sözleşmelerinin işlem gördüğü görülmektedir.

162. Türev Ürünlerin Tarihi Gelişimi

1944 yılında ABD'deki Bretton Woods kasabasında toplanan 44 ülkenin temsilcileri, savaştan sonra uluslararası değiş tokuşları daha düzenli kılmak için "gold exchange standard" denilen sabit kur sistemine geçtiler. Bu sistemin temel ilkesi şuydu: Her ulusal para, bir başka değerle değiştirilebilir, aynı zamanda altına da çevrilebilirdi. Bu değişimde referans para, Amerikan dolarıydı ve değer eşitliği şöyle kurulmuştu. Bir ons altın, yani 29 gram altın 35 dolara eşitti. Herhangi bir yabancı paranın altının bir onsu ile ifadesi, örneğin bir Alman Markının altın onsunun 1/140'ına eşit olması 0,25 (35/140) Amerikan Doları'nın, 1 Alman Markı'na eşit olması anlamına gelmektedir. Kısacası, bir kişi, sabit bir kurdan elindeki doları serbestçe altına, altını da dolara çevirebiliyordu. Görüldüğü gibi

altın, döviz rezervlerinin ögesi ve üye ülkelerinin paralarının paritesinin ortak faydası olarak yerini korumakta, ama değeri altına oranla tanımlanan Amerikan Doları, rezerv parası olarak altına benzer bir işlev üstlenmektedir. Sistem aslında Amerikan Doları'nın egemenliği (altına çevrilebilir tek para dolar) üzerine inşa edilmiştir. Bu sistem 1971 yılında geçersiz hale geldi. Çünkü Amerikan devlet başkanı Nixon, aynı yıl, doların altına çevrilebilmesine son verdi. O yıl Amerikan dış borçlar dengesi kırmızı alarm veriyordu ve dünyanın diğer yörelerinde çok miktarda altın hareket halindeydi (<http://www.focusdergisi.com.tr/kultur/00364/>, 24.12.2005).

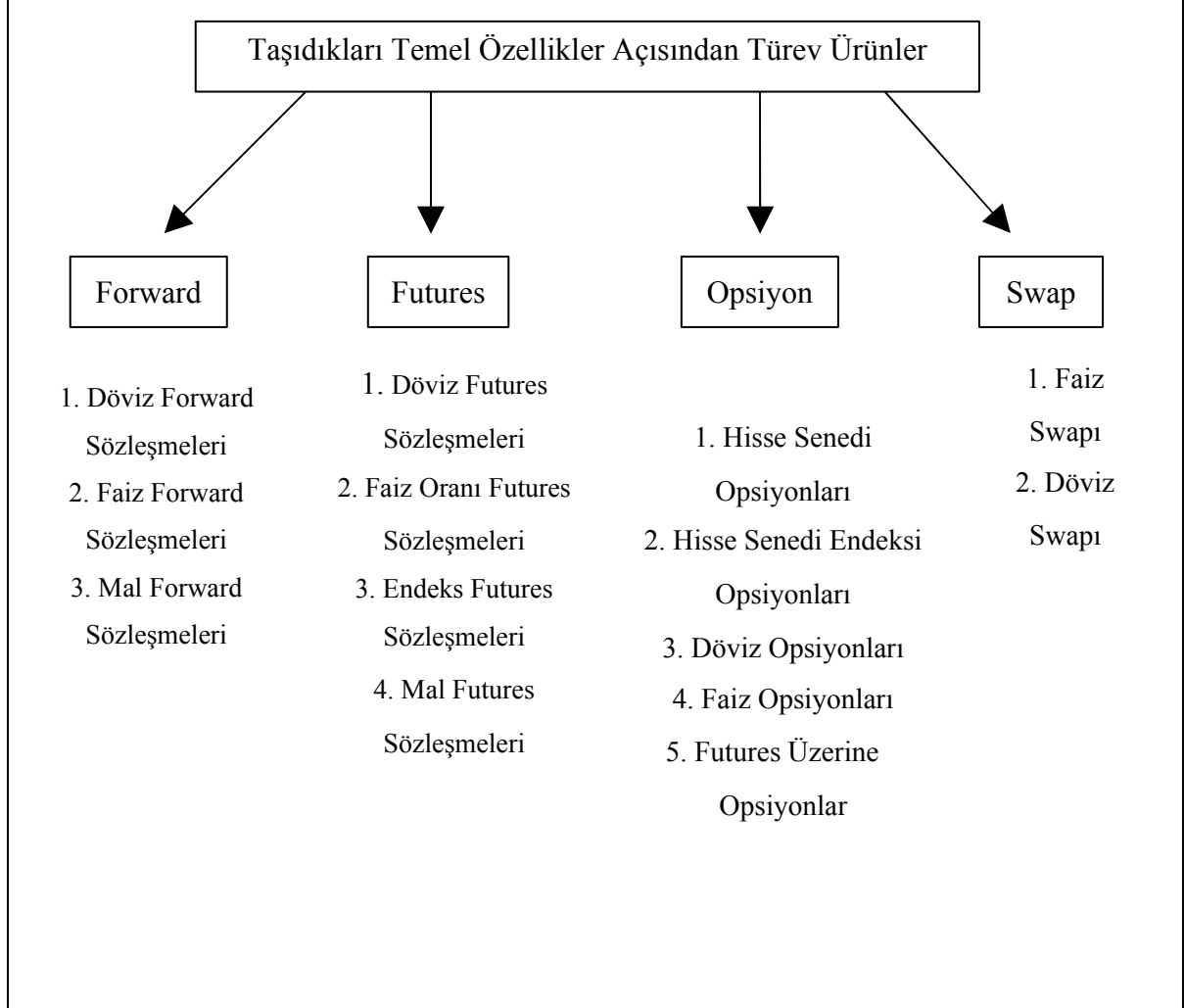
Bretton Woods sisteminde fiyat istikrarının sağlanmasında, çoğunlukla sorumluluk Amerika Birleşik Devletleri'nde olmakta birlikte, Federal Reserve Bank uyguladığı para politikasının altının onsunu 35 USD'de muhafaza etmeyi iki temel nedenden ötürü başaramamıştır. Bunlardan ilki, Amerika Birleşik Devletleri'nde enflasyonun yükselme sinyalleri vermesi nedeniyle altın fiyatlarıyla oynamaksızın enflasyonun kontrol altına alınabilmesinin güçlüğü, ikincisi de, başta Almanya, Japonya ve İsveç olmak üzere bazı ülkelerin doların sabit kur sistemiyle kendilerine empoze edeceği enflasyonu kabul etmeyi reddetmeleri olmuştur.

1971 yılında Bretton Woods anlaşması bozulunca, dünya para piyasasında esnek (dalgalı) döviz kuru sistemi kullanılmaya başlandı. Para piyasasındaki bu değişim, döviz kurlarının sürekli değişiklik göstermesine neden oldu. Bunun sonucu olarak da, mali kuruluşlar ciddi şekilde kur riski ile karşı karşıya kaldılar. Yine 1970'li yılların sonlarında, uluslar arası para piyasalarında, faiz oranlarındaki dalgalanmalar, yatırımcılar açısından faiz riskini ortaya çıkarmıştır.

Bu süreç içinde finans dünyası, özellikle büyük orandaki döviz kuru ve faiz oranı gibi finansal risklerle karşı karşıya kaldı. Bunun sonucunda finansal risk yönetimi büyük önem taşımaya başladı. Finansal riskten kaçınmak veya bu riski azaltmak amacıyla yeni finansal araçlar geliştirilmiştir. Bu araçlar arasında en önemlileri türev ürünlerdir.

163. Türev Ürünlerin Türleri

Türev ürünleri taşıdıkları temel özellikler açısından dört ana grupta toplanmaktadır. Bunlar; forward, futures, opsiyon ve swaptır.



Şekil: 1

Taşıdıkları Temel Özellikler Açısından Türev Ürünler

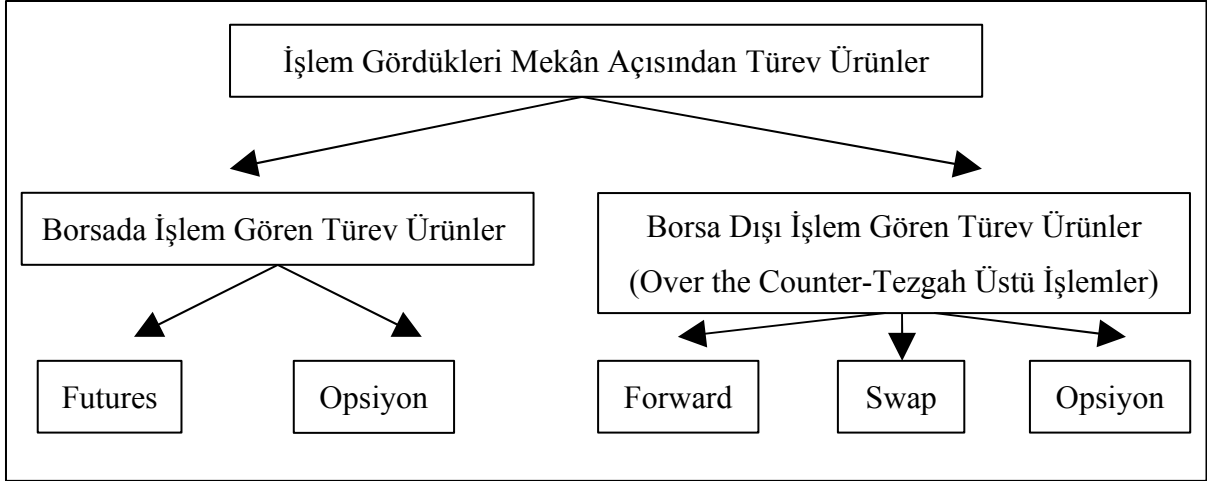
Forward, belirli miktardaki varlığı, belirli bir tarihte, belirli bir fiyattan, alma veya satma sözleşmesidir. Şekil 1’de de görüleceği gibi forward sözleşmeleri döviz forward sözleşmeleri, faiz forward sözleşmeleri ve mal forward sözleşmeleri olarak üçe ayrılmaktadır.

Futures, belli nitelikteki ve belli miktardaki bir malın veya bir mali aracın gelecekteki önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden teslimini hükme bağlayan yasal bir sözleşmedir. Kur, miktar, vade ve teslimat şartları standart olup, organize borsalarda işlem görürler. Finansal risklerin yönetilmesinde yaygın olarak kullanılan bir araçtır. Firmalar tarafından hedging amaçlı olarak etkin şekilde kullanılabilir. Dünyadaki organize borsalarda döviz, faiz, endeks ve mal/metallere ilişkin işlem gören pek çok kontrat mevcuttur. Futures sözleşmeleri döviz futures sözleşmeleri, faiz oranı futures sözleşmeleri, endeks futures sözleşmeleri, mal futures sözleşmeleri olarak dörde ayrılmaktadır.

Opsiyon, bir finansal aracın (döviz, menkul kıymet, emtia vb.) önceden anlaşılmiş bir tarihte ve önceden anlaşılmiş bir fiyattan belirli bir miktarda satın alma veya satma hakkını bir prim karşılığında alıcısına verir. Diğer yandan satıcısına da tahsil edeceği prim karşılığında satma veya satın alma yükümlülüğü getiren bir kontrattır. Sahibi tarafından kullanılıp kullanılmama keyfiyeti olan bir türev araçtır. Opsiyon sözleşmeleri hisse senedi opsiyonları, hisse senedi endeksi opsiyonları, döviz opsiyonları, faiz opsiyonları ve futures üzerine opsiyonlar olmak üzere beşe ayrılmaktadır.

Swap sözleşmelerinde ise taraflar faiz ya da para gibi iki varlığın gelir akımlarını gelecekte belli bir tarihte değişme konusunda anlaşılırlar. Swap sözleşmeleri döviz swapları ve faiz swapları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

Türev ürünler işlem gördükleri mekân açısından da iki gruba ayrılırlar. Bunlar; borsada işlem gören türev ürünler (futures ve opsiyonlar) ve borsa dışında işlem gören over the counter-tezgah üstü işlemler (forward, swap, opsiyonlar) olarak adlandırılan türev ürünlerdir.



Şekil: 2

İşlem Gördükleri Mekân Açısından Türev Ürünler

164. Türev Ürünlerin Kullanım Amaçları

Geçmiş uzun yıllar öncesine dayanan türev piyasalar, özellikle finansal piyasaların daha riskli hale gelmesiyle birlikte finansal ve finansal olmayan kurumlar tarafından spekülasyon, hedging (bugünden gelecekteki fiyat riskine karşı korunma), finansman (kredi garantisi), yeni ihtiyaçlara uygun hizmet sağlayabilecek yeni ürünler yaratabilmek, fon kaynağı olarak sadece mevduata bağlı kalmayıp yeni kaynaklar yaratabilmek, arbitraj (<http://www.isbank.com.tr/kurumsal/k-risk.html>, 29.10.2005), getiri yükseltici işlemler, sentetik ürünlerin yaratılması, yayılma (spread) işlemleri (bir sözleşmenin bir vadesinin alınıp diğer bir vadesinin satılması), vergisel amaçlı işlemler (<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/HakanYamacoguz.pdf>, 31.03.2005) için kullanılmaktadırlar. Türev ürünler yukarıda saydığımız değişik kullanım amaçları içinde görünüşte daha çok üç temel amaç olan hedging, spekülasyon ve arbitraj yapmak için kullanılmakla beraber aslında yasal düzenlemelerden kaçınmak ve dolayısıyla vergisel bazı avantajlar sağlamaya yönelik olarak da kullanılmakta ve bu amaçta en az bu üç temel amaç kadar önemli olmaktadır. Burada sırasıyla bu üç temel kullanım amacına değinilecek vergisel kullanım amacı ise üçüncü bölümde ayrıca anlatılacaktır.

Türev piyasalardaki yatırımcı tipleri, riski azaltmak veya ortadan kaldırmak isteyen korunmacılar (hedger), kâr amacı güderek risk alan spekülâtörler, alım-satım yaparak

likidite sağlayan piyasa yapıcıları ve fiyat dengesizliklerinden kâr elde etmeye çalışan arbitrajcılardır (<http://www.tarismenkul.com.tr/regitim>, 16.08.2005).

1641. Spekülasyon

Finansal piyasalarda spekülâtörler ve riskten korunular birbirini tamamlayan unsurlardır. Spekülâtörler, hedger'lerin kaçınmak istedikleri riski üstlenirler (CHAMBERS, 1998, s.185) ve üstlendikleri bu riskler neticesinde kâr elde etme amacı güderler (ÇOBAN, 2001, s.34). Malın veya finansal varlığın kendisi ile değil, fiyat hareketleri ile ve bu hareketlerden doğabilecek potansiyel kazançları ile ilgilenirler (ÇOBAN, 2001 ,s. 38).

Yatırımcıların çoğu spot piyasadaki hisse senedi ve tahvil almak yerine türev araçlar olan opsiyon ve futures kontrat olarak spekülasyon yapmayı tercih ederler. Cari piyasada kısa pozisyonda spekülasyon yapmaya yetecek yeterli hacimde varlık bulmanın güçlüğü ve cari piyasaların türev piyasalara göre daha az likit oluşu spekülâtif faaliyetlerde türev piyasaların yoğunluk kazanmasına neden olmaktadır.

Spot piyasalarda işlem yapmaktansa türev piyasalarda spekülâtif işlem yapmanın en büyük avantajı, özellikle kaldıraç imkanının büyüklüğüdür. Kaldıraç olanağının yüksekliği sayesinde daha küçük fonlarla daha büyük meblağlar için spekülasyon yapma olanağı bulunmaktadır (AYRIÇAY, 2003, s. 8.). Yatırımcının böylesi yüksek kaldıraç olanaklarına sahip olabilmesi için katlanması gereken öncelikli tek maliyet, opsiyonlarda opsiyon primi ve futureslarda ise karşılama marjıdır.

Kaldıraç etkisiyle yatırılan küçük bir tutarla, çok daha büyük bir miktarın getirisinden veya zararından etkilenmek söz konusu olabilmektedir. Örneğin döviz sözleşmesi 1.000 dolarlık, yani 1.400 YTL'lik bir sözleşmeyle, bu döviz sözleşmesini almak ve satmak için 150 YTL yatırmak yeterlidir. Eğer döviz kurları 1,40'tan 1,50'ye giderse, yaklaşık 100 YTL kâr elde edilir. Görüldüğü gibi çok düşük bir fiyat hareketi nedeniyle yüzde 70-80 oranlarında bir getiri söz konusu olabilmektedir. Genelde yaklaşık yüzde 10 civarında da bir başlangıç teminatı vardır. Bu da fiyatlardaki yüzde 1'lik değişmenin, getiri veya zararı yüzde 10 oranında artırması demektir (BAĞCI, 2005, s.2-3).

1642. Arbitraj

Bir döviz, menkul değer, mal veya üretim faktörünün belli bir andaki fiyat farklılığından yararlanmak üzere, bir ekonomik varlığın eşanlı olarak alınıp satılması şeklinde yapılan işlemlere arbitraj adı verilir (SEYİDOĞLU, 2001, s.300). Arbitraj fırsatını doğuran olgu, bir varlığın farklı finansal piyasalar arasındaki fiyatlarının senkronize olmamasından kaynaklanmaktadır.

Arbitrajcılar ise piyasalar arasındaki fiyat dengesizliklerinden yararlanarak risksiz kâr elde etmeyi hedefleyen yatırımcılardır (http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/finansal-yonetim_ileri.pdf, 16.06.2005).

Arbitrajcının faaliyeti kendisine kâr sağlamanın yanında ekonomik açıdan da önemli bir işlemi yerine getirir. O da farklı fiyatları kovalayarak risksiz kâr elde etmeye çalışan çok sayıda arbitrajcının olması piyasalar arasındaki fiyat farkının ortadan kalkmasına ve aynı malın tüm piyasalardaki fiyat uyumunun sağlanmasına katkıda bulunmasıdır. Bu mekanizma döviz kadar, menkul değerlere, hatta bozulmayan kolay taşınabilen ve depolanabilen tüm mallara da uygulanabilir (SEYİDOĞLU,2001, s.341).

Örneğin, New York'ta 1.00 pound 4.50 dolar olduğunda, Londra'da 1.00 pound 4.75 dolar ise, bu durumda arbitraj yapmak isteyenler önce New York'tan düşük kur üzerinden dolar karşılığında sterlin satın alırlar ve daha sonra bu sterlinleri Londra borsasına satarlar. Sterlin fonları böylece Londra'da geçerli kur üzerinden tekrar dolara çevrilir ve Amerika'ya geri gönderilir. Bu işlem sonucunda her sterlin başına 25 cent kâr elde edilir. İki piyasa arasında yapılan bu arbitraja iki yanlı arbitraj denir. Yukarıdaki işlemle kur farklılığının yerine faiz farklılığının olması durumunda yine aynı şekilde kâr elde edilebilir. Bu işleme ise faiz arbitrajı denir (http://www.hazine.gov.tr/arastirma/mali_sistem.pdf, 20.05.2005).

1643. Risk

Herhangi bir yükümlülüğün, kararın veya planın tam anlamıyla gerçekleşmesini önleyebilecek, önceden öngörülebilir ve/veya hesaplanabilen dışsal veya içsel her türlü gelişime, davranışa ve oluşuma risk adı verilir.

Finansal Muhasebe Standartları Anlaşması (Settlement of Financial Accounting Standart-SFAS) No:80 ise riski bir varlığın, borcun, yükümlülüğün veya beklentinin piyasa fiyatındaki ve getirisindeki değişikliğin bir veya birden fazla dönem için işletmenin geliri içindeki hassas yeri olarak tanımlamıştır (GÜNDÜZ-TUTAL, 1995, s17).

Piyasalarda faaliyette bulunanların belli miktarda bir risk ile karşılaşma olasılıkları her zaman mümkündür. Mesele finans piyasaları olunca risk daha da önem kazanmakta ve yatırım kararlarında mutlaka hesaba katılması gerekmektedir. Bir finansal ürün elde edildiğinde belli düzeyde bir finansal riskte alınmaktadır.

16431. Finansal Risk

Finansal risk, fiyatların dalgalanırılığı (volatility) karşısında firmaların ya da bireylerin aktif ya da pasif değerlerinin değişmesi olasılığıdır (AKÇAOĞLU, 2002, s.5). Finansal riskler esas olarak her an izlenmesi, kontrol edilmesi ve etkilerinin ölçülmesi gereken türde risklerdir.

Risk unsurunun ortaya çıkması durumunda, şirkete olan maliyetini önceden görmek, bazı simülasyon modellerini dikkatle uygulamakla mümkündür. Bu bakımdan finansal riskler ve bu risklerin şirkete olan etkileri, finansal olmayan riskler ve etkilerine göre çok daha somuturlar ve o nispette de daha zarar verici özellikleri vardır. Finansal riskler iki uçtan kaynaklanır. Uçlardan biri, ticari faaliyetleri sebebiyle finansal bir bünye yaratıp taşıyan şirketin bu finansal yapısı içindedir, diğer uç ise şirketin kesinlikle kontrol edemediği, “dış dünyada” diğer bir ifadeyle finansal piyasalardadır (ÇAĞDAŞ- GÜRSOY, 2003, s. 56).

16432. Finansal Risk Çeşitleri

Piyasalarda artan belirsizlik hâli düzeyi ile ortaya çıkan finansal riskleri iki ana gruba ayırmak mümkündür. Bunlar;

- Piyasa yada sistematik risk
- Firmaya özgü yada sistematik olmayan risktir.

164321. Sistematik Olmayan Risk

Sistematik olmayan risk, firmanın ve/veya firmanın faaliyette bulunduğu endüstriye ait özelliklerin doğurduğu risktir (AKGÜÇ, 1994, s.867).

Sistematik olmayan riskler için yönetim hataları, grevler, teknolojik gelişmeler, yeni buluşlar, tüketici tercihlerindeki değişimler (AKGÜÇ, 1994, s.867), üretim süreçlerinde ortaya çıkan problemler, kullanılan teknolojinin eskimesi, üretilen mal veya hizmetin ikame edilebilir özelliklere sahip benzerlerinin daha yüksek piyasa payları elde etmeye başlaması, rakip malların piyasada öne geçmesi, dağıtım kanalları ile ilgili problemler gibi pek çok örnek verilebilir.

164322. Sistematik Risk

Sistematik risk, finansal piyasaların en üretken yatırım fırsatlarına etkin olarak para aktarmalarını mümkün kılan bilginin bozulmasına neden olacak ani, genellikle beklenmedik bir olayın vuku bulma olasılığıdır (KAYACAN-GÜRBÜZ, 2001, s.6).

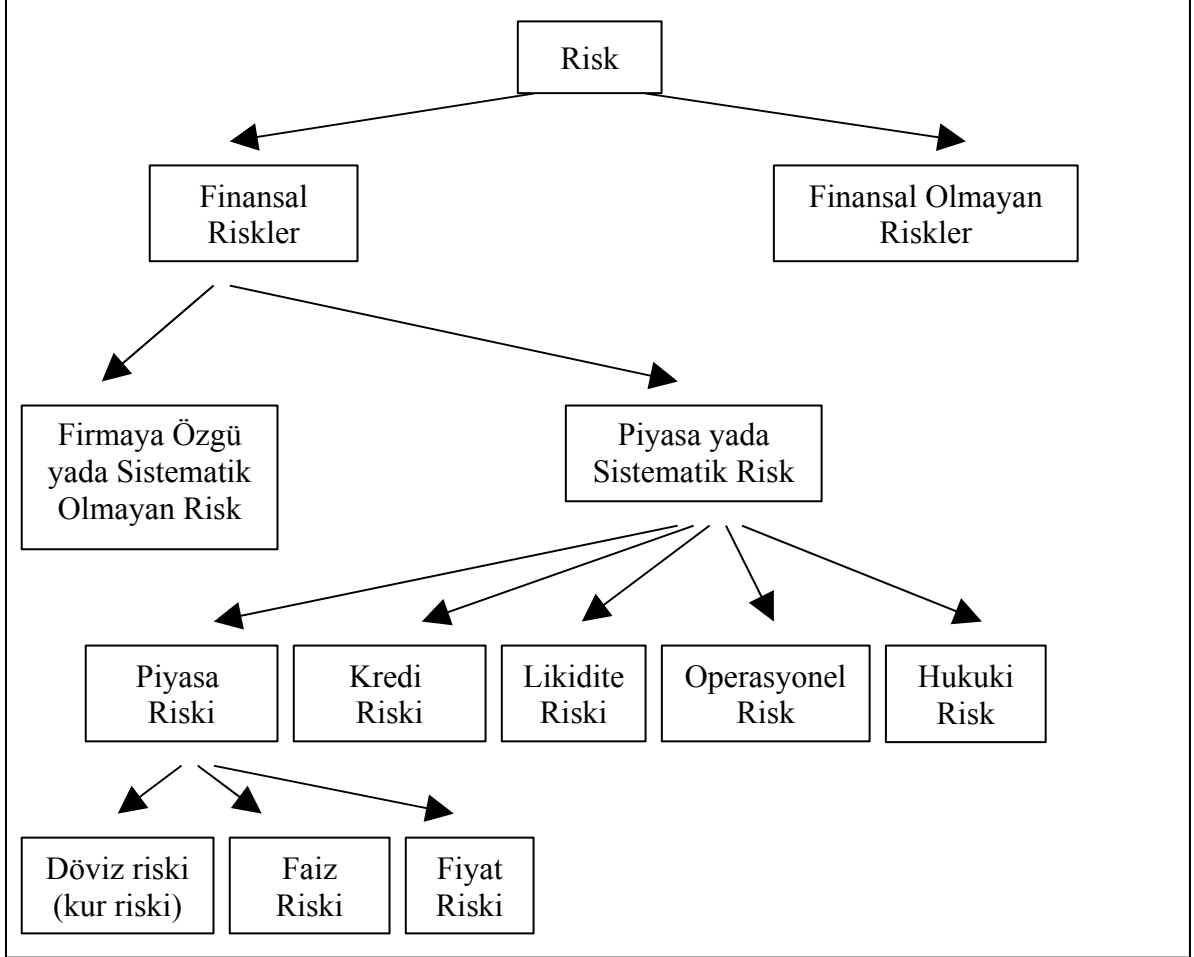
Sistematik riskte taraflardan biri yükümlülüklerini yerine getirmez ya da getiremez durumdadır (UZUNOĞLU, 2003, s.33). Tüm yatırımcılar, ekonomik faktörlere bağlı olarak ellerindeki varlıkların yada verdikleri borçların değerleri değiştiği zaman bu riskle karşılaşır (MANDACI, 2003, s.70).

Sistematik risk, tüm finansal (para ve sermaye) piyasaları ve bu piyasalarda işlem gören menkul değerlerin (finansal varlıkların) tümünü etkiler (AKGÜÇ, 1994, s.865). Bu riskten korunulabilir (hedge edilebilir) ancak bu risk tamamen çeşitlendirilemez (yok edilemez) (SARIKAMIŞ, 2000, s.177).

1643221. Sistematik Risk Çeşitleri

Piyasalarda işlemci yada aracı olan tüm kullanıcıların karşılaşabileceği temel sistematik riskler genel olarak piyasa riski, kredi riski, likidite riski, operasyonel risk ve hukuki

risktir. Piyasa riski' de döviz riski (kur riski), faiz riski, fiyat riski olarak üçlü bir ayrıma tabi tutulabilir.



Şekil 3

Piyasalarda Karşılaşılan Riskler

16432211. Piyasa Riski

Geçerli bir ekonomik nedene dayanmayan, daha çok psikolojik etkiler sonucu, finansal varlık fiyatlarında görülen düşüşler, yatırımcılar açısından piyasa riskini oluşturur (AKGÜÇ, 1994, s.866).

Piyasa riski işletme ile ilgili olmayan politik, ekonomik ve sosyal etkiler sonucu ortaya çıkar. Kaçınılması en güç risklerden bir tanesidir.

164322111. Döviz riski

Döviz riski, döviz kurunda tahmin edilemeyen değişimler dolayısıyla borçlar, alacaklar, net nakit akımları ve sonuç olarak da firmanın piyasa değeri üzerinde ortaya çıkan değişimleri ifade (SEYİDOĞLU, 2003, s.247).

Döviz kurlarındaki meydana gelen düzensiz değişimler, finansal araçların ileri tarihteki spot fiyatında olumlu/olumsuz sapmalar meydana getirdiği için, ortaya çıkan risklere karşı koruma (hedging) sağlamak, döviz piyasalarında önemli amaçlardan biri olmaktadır (DEMİR-DEMİRGİL, 2005, s1-2).

Döviz kurunun yükselmesi alacaklarda kâr, borçlarda zarar; düşmesi alacaklarda zarar, borçlarda kâr doğuracaktır. Dolayısıyla döviz kurlarının bilinmemesi, milli para bazında alacak ve borç tutarlarında bir belirsizlik meydana getirecektir. İşte bu belirsizlik kur riskini ortaya koymaktadır.

Bir firmanın bu risk ile karşı karşıya kalabilmesi için mutlaka uluslar arası faaliyet göstermesi gerekmez. Ülke parasının yabancı paralar karşısında değerinin değişmesiyle ulusal firmaların faaliyetleri de olumlu yada olumsuz etkilenebilir (http://www.yaklasim.com/mevzuat/dergi/read_frame.asp?file_name=2001092754.htm, 08. 02 2005).

İşletmeler açısından çeşitli maliyetlere neden olan döviz kuru riski aynı zamanda kâr fırsatları da doğurabilmektedir. Bu açıdan fonları iyi yönetilen işletmelerin bu yolla elde edeceği gelirlerle rekabet üstünlüğü sağlamaları, fonlarını verimli kullanmaları ve mali piyasada güçlü firma imajına sahip olmaları mümkün olacaktır.

164322112. Faiz riski

Bir finansal varlığın faiz fiyatındaki değişmelere bağlı verim değişkenliği faiz riskini oluşturmaktadır. Faiz riski, aktif kalemleriyle pasif kalemleri arasında vade yada faiz bazında bir uyumsuzluk olması veya değişken faizli mali yükümlülüklerin gelecekteki

nakit akımları ile gelir–gider üzerinde belirsizliğe yol açması halinde ortaya çıkar (<http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/ocak%202004/turk.htm>, 23.04.2005).

1970’lerde dünya ülkelerinin enflasyon oranlarındaki yükselişler, 1980’ lerde fiyat artışlarında görülen iniş ve çıkışlar faiz oranları riskinin yönetimini işletme finansının önemli konuları arasına sokmuştur (SEYİDOĞLU, 2003, s.2276).

Enflasyonla mücadelede en önemli silahlardan biri faiz oranları olduğu için, hükümetlerin bu silahı sıklıkla kullanması faiz oranları değişkenliğini beraberinde getirmiştir. Özellikle 1979 Ekim’inde Amerikan Merkez Bankası’nın para arzını kontrol etmek için faiz oranlarını bir günde %2 arttırması bu riskin gündeme gelmesindeki en önemli etkenlerden biri olmuştur (KAYNAK, 1999, s.1).

164322113. Fiyat Riski

Bir malın ihracatçı tarafından sabit bir fiyatla alınıp değişken bir endeksle dünya pazarlarında satılması veya değişken fiyatla alınıp, sabit fiyatla satılması olağandır. Bu arada geçen süre zarfında fiyatlarda bir değişme olursa, ihracatçının veya ithalatçının kâr oranları değişecektir. Örneğin: vadeli olarak yapılan ihracatta, eğer kurlar değişirse ihracatçı veya ithalatçı firmanın bu işlemten dolayı kârları etkilenecektir (<http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/ozelsayiekim/onursal.htm>, 12.03.2006)

16432212. Kredi riski

Kredi riski, borçlu kişi veya kuruluşun anlaşma şartları dahilinde taahhüt ettiği yükümlülükleri yerine getirmeme olasılığıdır (<http://www.riskyonetime.com/krediriski.asp>, 07.02.2005).

Kredi riski, genel ekonomik koşullardan kaynaklanabileceği gibi, kredi borçlusuna özgü olan borçlunun sözleşmenin şartlarını yerine getirememesi, konkordato, iflas, mevzuattaki değişiklikler gibi sebeplere dayanabilir (AKÇAOĞLU, 2002, s.6). Kredi riskinin boyutunu, esas olarak borçlunun kredi notu, borçlandığı faiz oranı üzerindeki prim yansıtmaktadır.

1990'lı yılların başından itibaren piyasalarda yeni finansal araçların ortaya çıkması ve organize piyasaların gelişmesi, bir kredi işlemine birden çok tarafın katılmasına ve işlemlerin daha karmaşık hale gelmesine neden olmuştur. Bunlar geçmişe nazaran günümüzde kredi riskine daha çok önem verilmesine yol açmıştır (ÖZYURT, 2003, s.1-2).

16432213. Likidite riski

Likidite riski belli bir dönemde elde edilecek nakit giriş ve çıkışlarının dengeli götürülememesi riskidir. Likidite riski hem bireyler hem de işletmeler için çok önemlidir. Çünkü nakit giriş-çıkışları dengeli olmazsa bazı yükümlülüklerin karşılanamaması gündeme gelebilir veya nakit temin etmek belli bir maliyet karşılığı yapılacaktır ki, bu ise kâr maksimizasyonunu azaltan bir unsurdur (EBİÇLİOĞLU-KAHRAMAN, 1999, s.14).

16432214. Operasyonel risk

Operasyon riski, bilgi sağlayan sistemlerdeki veya iç kontrol sistemindeki yetersizlikler nedeniyle ortaya çıkabilecek beklenmedik zararlara ilişkin risktir. Bu risk, insan hatası, sistem yetersizliği, yetersiz prosedür ve kontroller nedeniyle ortaya çıkmaktadır (AKALIN, 1999, s.5).

16432215. Hukuki risk

Bir sözleşmenin uygulanmaması ya da sözleşme şartlarının taraflarca yerine getirilmesinin öngörülmemiş bir nedenden dolayı kaybedilmiş olması gibi nedenler karşısında uğranılabilecek kaybı vurgulayan bir risktir (KAYACAN-GÜRBÜZ, 2001, s.5).

16433. Finansal Risklerin Yönetilmesi

Globalleşmenin, hızlı gelişen teknolojilerin, artan uluslararası ticaret ve ilişkilerin sonucunda karşılaştığımız riskler de çok çeşitli hale gelmiştir. Ekonomik kalkınma ve gelişimin rotasını çizen serbest girişim ve de bunun sonucu olarak ortaya çıkan serbest piyasa ekonomisinin önünü açan en büyük etken risk almaya karşı olan eğilimlerdir. Adeta risk almak gelişmenin en birincil nedeni haline gelmiştir. Risk almak aynı zamanda

potansiyel olarak zarar etmek ihtimalini de içinde barındırdığından içinde bulunduğumuz son 30 yıl içinde riskleri etkin bir şekilde yönetmek gibi bir anlayış oluşmuştur. Riske yönelik bu eğilimler ve teşvikler sonucunda istatistiksel metodların da gelişmesiyle “Risk Yönetimi” gibi bir disiplin ortaya çıkmıştır (http://www.sistems.org/risk_yonetimi.htm, 13.07.2005).

Risk yönetimi, eğer herhangi bir birey veya kurum karşılaşılabileceğini düşündüğü veya karşılaştığı bir riski azaltmak için finansal bir ürüne sahip oluyorsa bu işlem finansal risk yönetimi veya riskten korunma (hedging) olarak tanımlanabilir (EBİÇLİOĞLU-KAHRAMAN, 1999, s.14).

Bugün merkez bankaları, yatırım ve ticaret bankaları gibi finansal kuruluşlardan büyük sanayi ve hizmet kuruluşlarına kadar her biri organizasyon yapıları içinde risk yönetimi birimlerine sahiptirler. Her kuruluş sahip olduğu iş anlayışı ve amaçları doğrultusunda karşılaştığı riskleri en etkin bir biçimde risk yönetimi teknikleri sayesinde ele alarak strateji geliştirmektedir (http://www.sistems.org/risk_yonetimi.htm, 13.07.2005).

Risk yapısının özelliğine göre kullanılacak araçlarında farklı olması kaçınılmazdır. Riskten korunmak için kullanılan teknikler işletme içi ve işletme dışı teknikler olarak ikiye ayrılır. İşletme dışı teknikler döviz ve faiz oranı gibi dışsal etkenlerden kaynaklanan risklere karşı kullanılırlar. İşletme dışı riskten korunma teknikleri denince akla gelen de türev ürünlerdir (EBİÇLİOĞLU-KAHRAMAN, 1999, s14).

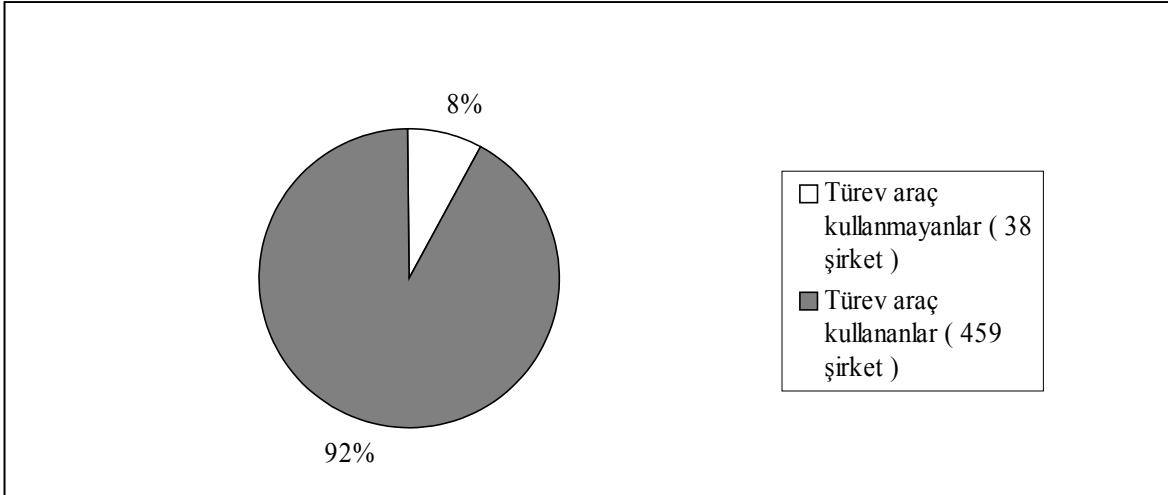
Türev ürünler riske karşı korunma sağlarlar, başka bir deyişle riskleri yönetilebilir hale getirirler (UZUNOĞLU, 2003, s.40). Türev ürünü riski başkasına aktarmak için kullanan kişiye hedger denir. Bir hedger, varlığın fiyatında oluşabilecek risklerden kaçınmak veya bunları elemine etmek için türev piyasalardan yararlanır (CHAMBERS, 1998, s.154).

Korunma amaçlı işlemleri finansal piyasalarda portföy yöneticileri ve bankacılar, yabancı para ile borçlananlar, yabancı para yatırımcıları, sabit oranda borç verenler ile değişken oranda borç kullananlar, sabit veya değişken getirili yatırım enstrümanları kullananlar ile mal piyasalarında ihracatçılar, ithalatçılar, ithal malı kullananlar oldukça yoğun olarak kullanmaktadır. Örneğin, bir portföy yöneticisi, çeşitli varlık gruplarından

oluşan bir portföyün performansını arttırmak, üstlendiği riskleri azaltmak veya portföy çeşitlendirmesine gitmek için, portföydeki hisse senedini spot piyasada satmak yerine, endeks üzerine vadeli işlem sözleşmesi satabilir. Bu durumda, piyasada gerçekten bir düşüş yaşanırsa, vadeli piyasada elde edilen kazanç, hisse senetleri piyasasında karşılaşılan zararı karşılar. Böylece, spot piyasada meydana gelebilecek fiyat düşüşlerinden etkilenilmemiş olur (http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/finansalyonetim_ileri.pdf, 16.06.2005).

Uluslararası Swap Aracıları Birliği (International Swaps and Derivatives Association- ISDA) tarafından 2003 yılında dünyanın en büyük 500 şirketi üzerinde türev ürün kullanıp kullanmadıkları konusunda bir araştırma yapılmıştır. Grafik : 1 'de de görüldüğü gibi araştırmaya katılan şirketlerin % 92'si mevcut risklerden korunabilmek ve bu riskleri yönetebilmek için türev ürünlerden faydalandıklarını belirtmiştir.

Grafik : 1
Dünyanın En Büyük 500 Şirketi'nin Türev Ürün Kullanımı

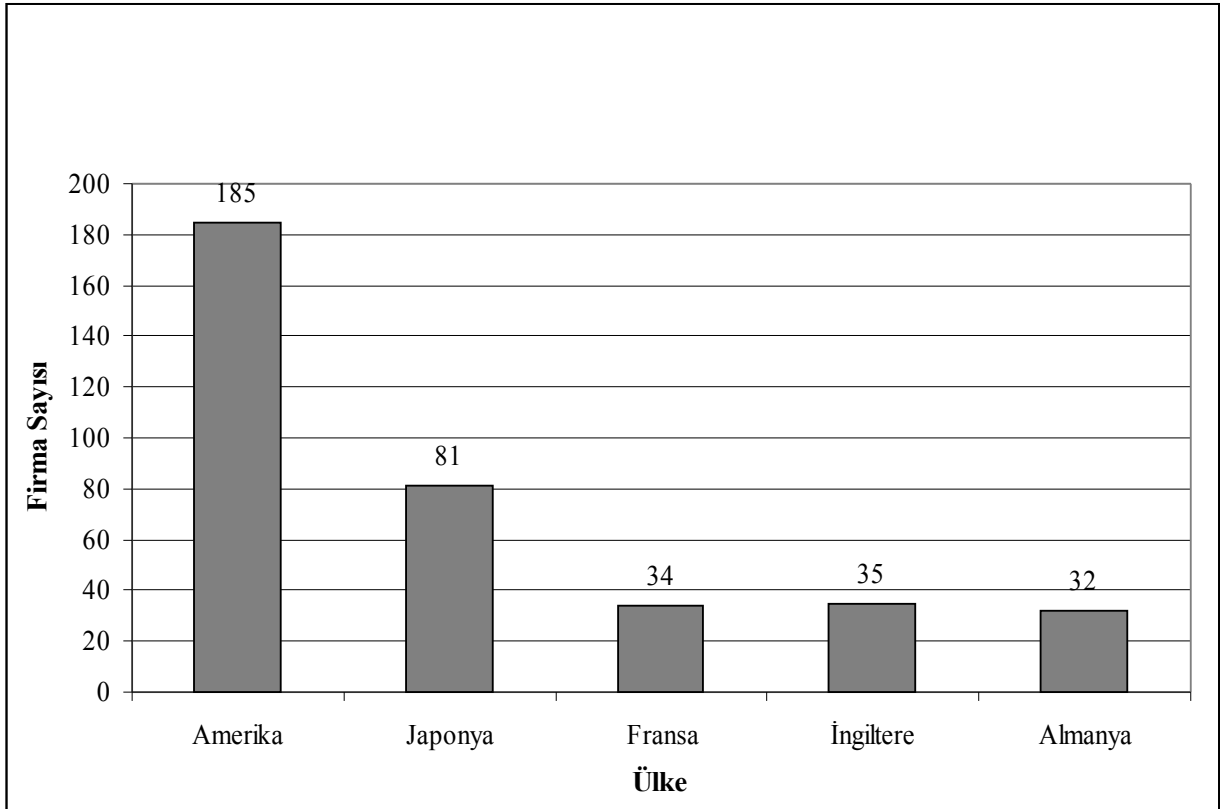


Kaynak: ISDA, 2006

Uluslararası Swap Aracıları Birliği (ISDA) tarafından yapılan bu çalışmaya göre toplam 500 şirket arasında bulunan Amerikan şirketlerinin 185 tanesinin türev ürün kullandığı ve bununla 500 büyük şirket arasında bulunan tüm Amerikan şirketlerinin % 94'üne denk geldiği görülmektedir. Yine aynı şekilde Grafik : 2'de görüldüğü gibi 500 içindeki 81 Japon şirketinin (500 şirket içindeki tüm Japon şirketlerinin % 91'i), 34 Fransız

şirketinin (500 şirket içindeki tüm Fransız şirketlerinin % 92'si), 35 İngiliz Şirketinin (500 şirket içindeki tüm İngiliz şirketleri) ve 32 Alman şirketinin (500 şirket içindeki tüm Alman şirketlerinin % 94'ü) türev ürün kullandığı görülmüştür.

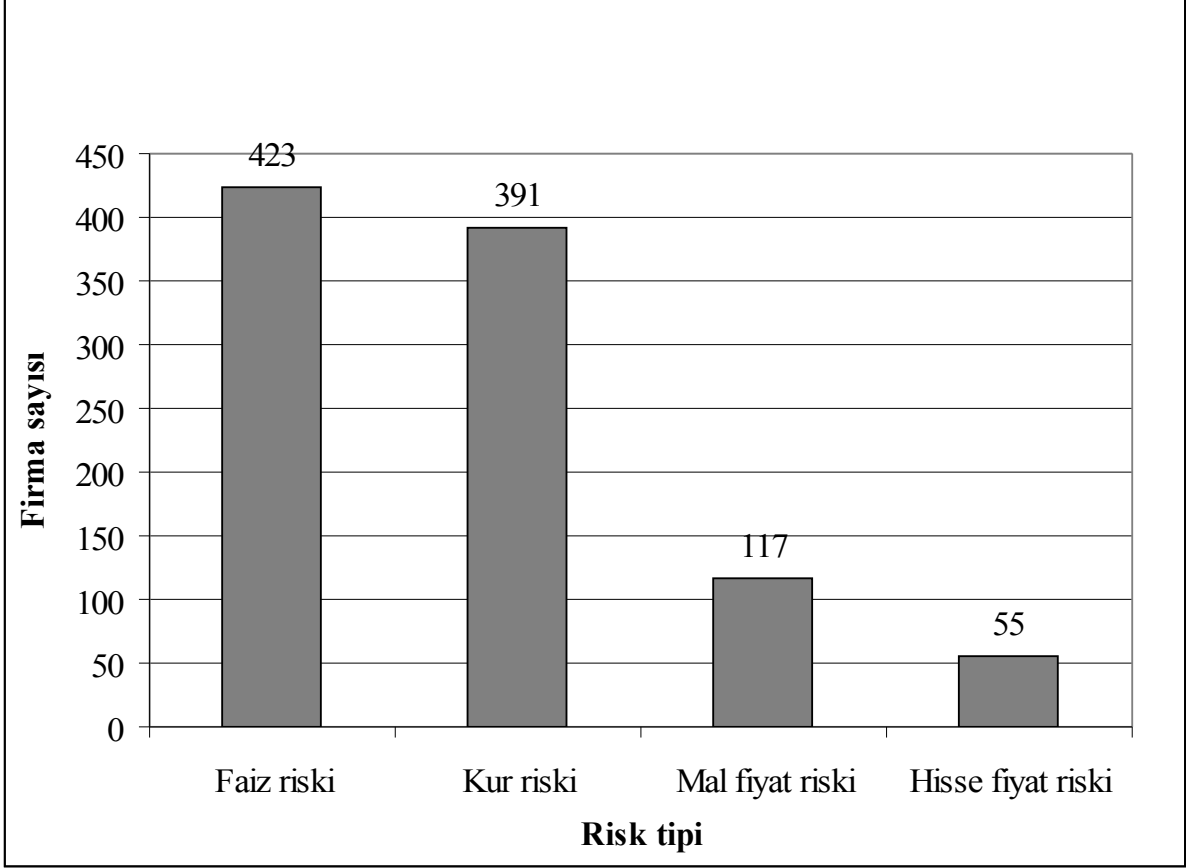
Grafik: 2
Ülke Bazında Dünyanın En Büyük 500 Şirketinin Türev Araçları Kullanımı



Kaynak: ISDA, 2006

Uluslararası Swap Aracıları Birliği (ISDA) tarafından yapılan bu çalışmada ayrıca görülmüştür ki türev ürün kullanan şirketlerin %92'si faiz riskini yönetmek için bu ürünleri kullanmaktadır. Bu oran toplam 500 büyük şirketin % 85'ine gelmektedir. Şirketlerin % 85'inin döviz riskini yönetebilmek (toplamın % 78'i), %25'inin mal fiyat riskini yönetebilmek (toplamın %23,5'i), %12'sinde hisse fiyatı riskini yönetebilmek (toplamın %11'i) için türev ürünleri kullandığı Grafik:3'te görülmektedir.

Grafik : 3
Risk Tipi Bazında Dünyanın En Büyük 500 Şirketinin Türev Araçları Kullanımı



Kaynak: ISDA, 2006

165. Türev Piyasaların Faydaları

Türev ürünleri gelişen sosyal, ekonomik ve finansal olaylar neticesinde oluşan riskleri kontrol altına almak amacıyla yoğun şekilde kullanılmaktadırlar. Bu araçların gerek mikro bazda işletmelere ve kurumlara, gerekse de makro bazda ülke ekonomilerine faydaları vardır.

Spot piyasada türev enstrümanın üzerine yazıldığı varlığa yatırım yapmak yerine türev enstrümanın kendisine yatırım yapmak, yatırım yapana % 90'ları bulan maliyet avantajı sağlamaktadır.

Türev piyasalar bir ülkenin finansal alt yapısının gelişmesine, sermaye piyasasının gelişimini tamamlamasına katkıda bulunurlar(AYRIÇAY, 2004, s.81-82). Son derece kırılğan bir mali yapıya sahip olan Brezilya’ da, etkin bir özel sektör tahvil piyasasının geliştirilmesinde türev ürünlerden de faydalanılmıştır.

Türev piyasaların genel olarak mali piyasa, özelde de spot piyasa üzerinde bilgisel etkinliği arttırıcı, orta-uzun vadede volatilitiyi azaltıcı ve piyasaya derinlik kazandırıcı nitelikte etkisi olduğu ifade edilebilir. Örneğin, Bologna (1999) tarafından yapılan ve İtalya piyasalarını ele alan çalışmada, endeks üzerine vadeli işlemlerin başlamasının ardından spot piyasa oynaklığında artış olmadığı, hatta azaltıcı etkisi olduğu ortaya konmuştur. Aynı çalışmada spot piyasa etkinliğinin ve derinliğinin de vadeli işlemlerin başlamasıyla beraber arttığı belirlenmiştir (YILMAZ, 2001, s.3). Yine türev piyasaların spot piyasaları olumlu etkilediği ve spot piyasa hacmini 4 ile 12 kat arası arttırdığı saptanmıştır. Örneğin Arjantin ve Singapur’ da türev piyasaların açılmasından iki yıl sonra bu ülkelerin spot piyasalarının işlem hacimleri sırasıyla % 900, % 300 olarak artış gerçekleştirmiştir.

Türev ürünler, piyasaya belirli bir likidite sağlarken, yatırımcı istediği nakit akımını elde edebilmekte, borçlanan taraf da ucuz finansman sağlayabilmektedir. Türev ürünlerin bu fonksiyonu yatırımların zamanlaması üzerinde daha etkin kontrol mekanizması sağlanmasına, portföylerin büyük bir bölümünün de nakit olarak tutulmasına olanak tanımaktadır (ARIKAN, 1998, s.95).

Türev piyasaların, özellikle organize borsalar yoluyla işlediği bir sermaye piyasasında fiyatların daha etkin oluştuğu, ayrıca piyasaya gelen bilginin fiyatlara daha çabuk yansıdığı gözlemlenmiştir (AKGİRAY, 1998, s.6).

Türev ürünleri fon yöneticilerinin aktif – pasif portföy riskini idare etmelerine, portföylerinin değerini korumalarına ve yapısını değiştirmelerine imkân tanımakla beraber (ÇOBAN, 2001, s.37) portföyün gelecek değeri ile risk yapısına etki edecek araçları temin etmelerini de sağlamaktadır.

Türev piyasalarının gelecekle ilgili belirsizliklerin çok olduğu, enflasyonist baskıların yoğun olduğu ekonomilerde, döviz ve faiz üzerindeki baskıyı hafifletme işlevi görerek orta vadede istikrar sağlayıcı etkileri vardır.

Türev piyasalar ekonomik açıdan üretim ve yatırım kararlarının alınmasında rasyonelliği sağlayacağı gibi, kaynakların verimli bir şekilde dağıtılmasında geniş bir yelpaze sunarak elde edilecek fonların üretime dönüştürülmesine yardımcı olmaktadır (AYRIÇAY, 2004, s.81-82).

Türev piyasalar piyasa derinliğindeki artış, ürün çeşitlenmesi, risk yönetimi kolaylığı ve likidite sonucu gerek mali gerekse reel piyasalara yabancı ilgi artışına neden olurlar (www.riskactive.com, 27.07.2005).

Türev piyasalar uzun vadede finansal piyasalardaki istihdama da olumlu katkı sağlamaktadır. Örneğin İngiltere’ de yalnızca türev araçları piyasasında 10 bin kişi istihdam edilmektedir (BAĞCI, 2004, s.27).

Amerikan merkez bankası başkanı Alan Greenspan’a göre türev araçlar (BAĞCI, 2004, s.27):

- Küresel ekonomiye olumlu katkılar sağlamakta,
- Finansal sistemi daha esnek hale getirmekte,
- Ekonomik büyüme hızını arttırmakta,
- Bankalara ve diğer birçok farklı sektördeki kurumlara mevcut risklerini kontrol altına alarak yönetme imkanı sağlamaktadır.

166. Türev Piyasaların Yaratabileceği Olumsuzluklar

Türev ürünlerinin riskin azaltılmasında sunduğu yararların yanı sıra beraberinde de bazı riskleri getirdiği bilinmektedir. Bir banka veya bir finansal kuruluş mikro temelde türev

ürünleri kullanarak riskini azaltsa da, makro temelde ekonomide, borç veren açıısından kredi riski, borç alan için ise likidite riski var olmaktadır. Bu riskler, kullanılan türev ürüne temel olan varlığın fiyatındaki değişmeler sonucunda ortaya çıkmaktadır. Türev ürünler riski tam olarak ortadan kaldırmazlar. Bunun nedeni temel alınan finansal araçların fiyatlarında ortaya çıkan gelişmelerin her zaman beklenildiği gibi çıkmamasıdır. (http://bsy.marmara.edu.tr/TR/sempozyum_bildirileri/HAKAN%20KAHYAOGLU_284-294_.pdf, 12.11.2005) . Yani risk yönetiminde türev ürünlerinden beklenen her zaman istenildiği gibi olmamaktadır. Türev araçlar bir işletmenin risk profilini öyle hızlı değiştirebilmektedir ki, bu değişikliği muhasebe kayıtlarından açık bir şekilde görmek mümkün olamamaktadır (AKALIN, 1999, s.6) .

Türev ürünlerin sermaye piyasalarını etkin hale getirdiği (complete markets) görüşü birçok bilimsel çalışma sonucu ortaya çıkmış olsa da, bazı görüşlere göre, kriz anında sebep oldukları kaldıraç etkisinden dolayı, krizleri daha da derin hale soktukları düşünülmektedir. Aslında kaldıraç etkisi (leverage) sayesinde az bir yatırım ile çok büyük kârlara sahip olma şansınız olabiliyor. Fakat riskin asimetrik özelliği nedeniyle, risk almak demek salt kazanmak değil, alınan risk kadar kaybetme olasılığını da göze almak anlamına geliyor.

Son yıllarda tüm dünyada bazı büyük sanayi şirketleri ve ticari firmalar, finansal kurumlar ve yerel yönetimlerin türev piyasalarda karşılaştığı zararlar, profesyonel yatırımcıların bile, türev piyasaları dikkatli kullanmadıkları, amaçlarına uygun stratejiler seçmedikleri ve etkin bir iç denetim mekanizmasını kurmadıkları takdirde büyük zararlarla karşı karşıya kalabileceğini ortaya koymuştur. Türev piyasalarda yapılan işlemler dolayısıyla son yıllarda yoğun tartışma konusu olan bu olayların çoğunda, gerçekleşen işlemlerin fazlaca denetlenmeyen ve karmaşık stratejileri içeren tezgah üstü piyasada yapılan işlemlerden kaynaklandığı gözlemlenmektedir(YILMAZ, 1999, s.6).

Türev ürünlerinden dolayı geçmiş yıllarda ortaya çıkan zararlardan bir kısmı şu şirketlere aittir (KAYACAN-GÜRBÜZ, 2001, s.9);

1986-1988 yıllarında Hammersmith&Fulham (yerel idare) sterlin bazında faiz swapı kullanımını nedeniyle 500 milyon İngiliz sterlininden (900 milyon Amerikan doları) fazla

zarara uğramıştır. 1991'de Lordlar Kamarası yerel idarelerin swap sözleşmelerine taraf olma yetkisinin olmadığını açıklamıştır.

Mart 1991'de Allied Lyons dövizde dayalı opsiyon kullanımı nedeniyle 150 milyon İngiliz sterlini (265 milyon Amerikan doları) kaybetmiştir.

Şubat 1993'de Showa Shell Sekiyu dövizde dayalı forward sözleşmeleri alım-satımı nedeniyle 165 milyar Japon yeni (1,4 milyar Amerikan doları) zarara uğramıştır.

Nisan 1994 'de Kasmih Oil Amerikan dolarına dayalı türev ürünler nedeniyle 1,5 milyar Amerikan doları kaybetmiştir.

Nisan 1994'de Procter&Gamble Bankers Trust tarafından yapılandırılan yüksek kaldıraç etkili faiz swapları nedeniyle, faiz oranları yanlış yöne gittiğinde açıkta yakalandı ve 102 milyon Amerikan doları kayba uğramıştır.

Mayıs 1994'de Air Pproducts and Chemicals faiz türevleri kullanımı nedeniyle 60 milyon Amerikan doları kaybetmiştir.

Mayıs 1994'de Sandoz, Bankers Trust tarafından hazırlanan türev işlemlerde 78,5 milyon Amerikan doları kaybetmiştir.

01-06-1994'de Gibson Greetings faiz türevlerine ilişkin işlemler nedeniyle 19,7 milyon Amerikan doları kaybedip, 23 milyon Amerikan dolarına tekabül eden zararı için Bankers Trust'u mahkemeye vermiştir.

Temmuz 1994'de Glaxo türevler ve varlığa dayalı tahviller için 115 milyon İngiliz sterlini (180 milyon Amerikan doları) karşılık ayrıldı ve 16 milyon İngiliz sterlini zarar oluşmuştur.

Aralık 1994'de Orange Country (yerel idare) kaldıraç etkili faiz ürünlerinde 1,7 milyar Amerikan doları kaybetmiştir.

Şubat 1995’de Barings Bank Singapur ve Osaka türev borsalarındaki Nikkei endeksi sözleşmeleri alım satımında 900 milyon İngiliz sterlini (1,4 milyar Amerikan doları) zarar olarak tahakkuk etti ve banka iflasa sürüklenmiştir. Hollanda Bankası ING tarafından borçları üstlenilerek 1 İngiliz sterlini karşılığında satın alınmıştır.

Haziran 1996’da Sumitomo Bank Londra Metal Borsasında bakıra dayalı türev sözleşme işlemleri nedeniyle 1,8 milyar Amerikan doları civarında zarara uğramıştır.

Finansal Yenilikler Çalışma Merkezi (Centre for the Study of Financial Innovation) tarafından Şubat 2002’de yapılan bir anket sonucu yayımlanan raporda, bankacıların, swap ve sentetik teminatlı borç yükümlülükleri gibi yapılandırılmış finans tekniklerini kullanarak, şirketlerinin borçlarının boyutunu gizlediklerini ve gelirleri üzerinde manipülasyon yaptıklarından endişe edildiği belirtilmiştir. Finansal türevlerin, çoğunlukla denetlenemediği, şeffaf olmadığı ve piyasalarca iyi anlaşamadığı vurgulanmış, türevlerin esas olarak çeşitli yasal düzenlemelerden ve dolayısıyla denetimden kaçınmak amacıyla kullanıldığı ileri sürülmüştür. Türev enstrümanların risklerin hedge edilmesi, spekülasyon amaçlı veya gelirlerin olduğundan daha fazla gösterilmesi amaçlarıyla kullanılabildiği, ilk kullanım amacının kesinlikle gerekli olmakla birlikte, üçüncüsünün kesinlikle kabul edilemez bir amaç olduğu, buna karşılık ikincisinin şirketlerin ve hissedarların tercihine bağlı olduğu belirtilmiştir. Ayrıca raporda, gelirlerin yüksek gösterilmesi bakımından swapların iyi bir enstrüman olduğu, bazı küçük yeni şirketlerin swap işlemi yaparak gelirlerini şişirdiği ve böylece büyük şirketlerle rekabet edebildikleri vurgulanarak küçük şirketlerin 50 yıllık swap sözleşmeleri yaparak elde ettikleri gelirleri peşinen hesaplarına kaydettikleri ve bilançolarını olduğundan farklı gösterdikleri belirtilmiştir (ÖZYURT, 2003, s.5-6).

167. Dünya’ da Türev Piyasası İşlemleri

1980’li yıllardan sonra dünyada döviz ve faize dayalı olarak yapılan türev piyasası işlemlerinin hacimleri ve ürün çeşitliliğinde ciddi bir artış yaşanmıştır. Geleneksel piyasalar olarak tanımlanan hisse senedi piyasalarında işlem hacimleri yatay seyrediyor, azalır veya çok cüzi artışlar gösterirken, bu piyasalardaki işlem hacimleri her üç yılda bir iki katına çıkmakta ve bu trend uzunca bir süredir böyle devam etmektedir. Diğer taraftan,

önceleri yalnızca kurumsal yatırımcılar ve gelişmiş ülkelerle sınırlı bir yatırım aracı olan türev enstrümanların artık hem kurumsal hem de bireysel yatırımcılar tarafından kullanıldığını ve gelişmekte olan ülkelerde de çok ciddi hacimlere ulaştığını gözlemliyoruz.

Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dünyada uzun yıllardan beri yüksek işlem hacimleriyle kullanılmaktadır. 2004 Aralık sonu itibariyle borsalarda işlem gören türev işlemlerinin hacmi yaklaşık 1.144 Trilyon ABD Doları'dır. Tablo 1'de görüldüğü üzere, 2004 yılındaki işlem hacmi bir önceki yıla göre % 31 civarında bir artış göstermiştir. 2005'in ilk yarısında ise toplam işlem hacmi 707 trilyon ABD dolarına ulaşmıştır.

Dünyada vadeli döviz işlemleri genel olarak bankaların ağırlıkta olduğu tezgahüstü piyasalarda gerçekleşmektedir. Bunun sonucu olarak bu ürüne ihtiyaç duyan gerçek ve tüzel kişiler (ihracatçılar, ithalatçılar vb.) bankalarla doğrudan forward sözleşmeleri yapma yolunu tercih etmektedirler. Eylül 2003 tarihinde borsalar bünyesinde yapılan döviz vadeli işlemlerinin hacmi toplam türev piyasalarının % 1'ini oluşturmaktadır. Organize borsalar bünyesindeki döviz vadeli işlemlerinin tezgahüstü piyasalara göre daha fazla olduğu tek örnek ülke Brezilya'dır. Bunun en önemli sebebi, Brezilya'da borsa dışında döviz vadeli işlemlerine önemli düzenlemeler getirilmesidir.

Tablo : 1
Dünya’da Organize Piyasalarda İşlem Gören Türev Piyasası İşlemleri
(milyar dolar)

	2003	2004
FUTURES		
Tüm Piyasalar	625,121.5	831,785.2
Faiz	588,740.8	783,140.2
Para	3,937.4	6,617.3
Hisse Senedi Endeksi	32,443.4	42,027.7
Kuzey Amerika	310,200.2	440,777.2
Faiz	290,049.0	414,309.7
Para	3,562.7	6,083.6
Hisse Senedi Endeksi	16,588.5	20,383.9
Avrupa	262,290.4	336,622.3
Faiz	255,192.3	322,977.6
Para	14.2	12.5
Hisse Senedi Endeksi	10,083.9	13,632.3
Asya ve Pasifik	46,019.9	48,483.1
Faiz	40,375.8	40,694.3
Para	77.0	107.2
Hisse Senedi Endeksi	5,567.1	7,681.7
Diğer Piyasalar	3,611.1	5,902.7
Faiz	3,123.7	5,158.6
Para	283.6	414.1
Hisse Senedi Endeksi	203.8	329.9
OPSİYONLAR		
Tüm Piyasalar	249,162.1	312,070.0
Faiz	205,385.8	260,056.4
Para	492.3	588.7
Hisse Senedi Endeksi	43,284.0	51,424.9
Kuzey Amerika	131,798.0	181,495.7
Faiz	115,769.4	163,161.2
Para	276.1	346.1
Hisse Senedi Endeksi	15,752.6	17,988.4
Avrupa	93,049.8	101,950.5
Faiz	88,405.5	95,261.7
Para	2.0	3.0
Hisse Senedi Endeksi	4,642.3	6,685.8
Asya ve Pasifik	23,634.0	27,573.9
Faiz	1,138.6	1,469.5
Para	-	-
Hisse Senedi Endeksi	22,495.4	26,104.4
Diğer Piyasalar	680.3	1,049.8
Faiz	72.3	164.1
Para	214.3	239.5
Hisse Senedi Endeksi	393.7	646.2

Kaynak: BIS, 2006

Global tezgahüstü türev piyasalarında ise tablo 2’ de görüldüğü üzere 2003 haziran sonundaki açık pozisyon miktarı yaklaşık olarak 170 trilyon amerikan dolarıdır. Bu miktar 2004 aralık ayı sonunda yaklaşık olarak % 145 artarak 248 trilyon amerikan dolarına yükselmiştir.

Tablo : 2
Global Tezgahüstü Türev Piyasaları: Yıllık Miktarlar ve Dolanımdaki
Sözleşmelerin Gayrisafi Piyasa Değerleri

(milyar dolar)

	Yıllık Miktar				Gayrisafi Piyasa Değeri			
	2003 Haziran Sonu	2003 Aralık Sonu	2004 Haziran Sonu	2004 Aralık Sonu	2003 Haziran Sonu	2003 Aralık Sonu	2004 Haziran Sonu	2004 Aralık Sonu
TOPLAM	169,658	197,16	220,058	248,288	7,896	6,987	6,395	9,133
Döviz Sözleşmeleri	22,071	24,475	26,997	29,575	996	1,301	867	1,562
Düz Forward ve Döviz Swapları	12,332	12,387	13,926	15,242	476	607	308	643
Para Swapları	5,159	6,371	7,033	8,217	419	557	442	761
Opsiyonlar	4,580	5,717	6,038	6,115	101	136	116	158
Faiz Sözleşmeleri	121,799	141,99	164,626	187,340	5,459	4,328	3,951	5,306
Forward	10,271	10,769	13,144	12,805	20	19	29	20
Swaplar	94,583	111,20	127,570	147,366	5,004	3,918	3,562	4,793
Opsiyonlar	16,946	20,012	23,912	27,169	434	391	360	492
Hisse Senedi Sözleşmeleri	2,799	3,787	4,521	4,385	260	274	294	501
Forward ve Swaplar	488	601	691	759	67	57	63	81
Opsiyonlar	2,311	3,186	3,829	3,626	193	217	231	420
Emtia Sözleşmeleri	1,040	1,406	1,270	1,439	100	128	166	170
Altın	304	344	318	369	12	39	45	32
Diğerleri	736	1,062	952	1,070	88	88	121	138
Forward ve Swaplar	458	420	503	554	-	-	-	-
Opsiyonlar	279	642	449	516	-	-	-	-
Diğer Türev Sözleşmeleri	21,949	25,508	22,644	25,549	1,081	957	1,116	1,594

Kaynak: BIS, 2006; IMF, 2006

1671. Hindistan’da Türev Piyasası İşlemleri

Hindistan Milli Borsası (NSE) gelişmekte olan ülkeler içerisinde finansal piyasası çok hızlı gelişen borsalardan biridir. 12 Haziran 2000 tarihinde ilk kez faaliyete geöen Futures kontratları, S&P CNX Nifty endeksini temel almaktadır. 2001-2002 döneminde futures piyasada çok ciddi bir büyüme göstererek, işlem hacminin yüzde 98’i kadar artan Hindistan Milli Borsası futures kontratları, öncelikle hisse senedi, ardından da faiz oranları üzerine yapılmaktadır. Özellikle bireysel olarak hisse senedi üzerine yapılan futures kontratlarda devamlı bir artış yaşanmaktadır. 2003 yılı itibariyle Hindistan Borsası’nda, toplam futures kontrat sayısı 439 bin 151’ dir ve bunun yanında 90 bin 769 hisse senedi opsiyonlu kontrat bulunmaktadır (<http://www.makalem.com/search/ArticleDetails.asp?nARTICLEid=2632>, 21.10.2005).

1672. Tayvan’da Türev Piyasası İşlemleri

Tayvan’da 1992’de vadeli işlemler piyasası (TAIFEX) ile ilgili ilk adımlar atılmaya başlanmıştır. Tayvan’da vadeli işlemler piyasasının ortaya çıkmasıyla, döviz kuru, faiz ve hisse senedi işlemlerinin ticareti aşamalı olarak artış göstermiş, 1998 yılına gelindiğinde ise futures piyasa tam olarak kurulmuştur.

2002 yılı sonu itibariyle, Tayvan vadeli işlemler piyasasında 131 firma işlemler görmektedir. Artan katılımcı sayısı, Tayvan vadeli işlemler piyasasının önemli miktarda likidite yaratmasını sağlamıştır. Haziran 2003 verileri incelendiğinde hisse senedi endeksi üzerine yapılan vadeli işlemlerde, Asya ve Pasifik bölgesinde birinci sırada Tayvan vadeli işlemler piyasasının bulunduğu görülmektedir. 1998 yılında açılan bu piyasanın, Asya içinde çok güçlü bir finansal pazar haline geldiği dikkat çekmektedir. Yapısal sorunları çok hızlı bir şekilde çözümlenen piyasa, hazırlanan kontrat sayısına göre, Asya’da 4. sırada yer almaktadır. Tayvan vadeli işlemler piyasasının 2002 yılı büyüme oranı % 66,39’ dur. Kontrat sayısı az olmasına rağmen işlemler hacminin çok fazla olması, borsanın işlerliğini ve dinamizmini ön plana çıkarmaktadır (<http://www.makalem.com/search/ArticleDetails.asp?nARTICLEid=2632>, 21.10.2005).

Tayvan'da diğ er vadeli işlem türü olan opsiyonlar ise futures kontratlara göre daha düşük düzeyde işlem gücüne sahiptir. Futures işlem değ eri 2003 yılı verilerine göre 642 milyar dolar iken, opsiyon kontratların toplam değ eri, yaklaşık 192 milyar doları bulmaktadır. Opsiyonlarda da önemli bir geliş me yaşanarak 2001 yılında yaklaşık 6316 kontrat işlem görürken 2002 yılında bu rakamın neredeyse üç e katlanarak, yaklaşık 16.000'e ulaştığı dikkat çekmektedir.

1673. Güney Kore' de Türev Piyasası İşlemleri

Güney Kore'de 1980'li yılların ortasında türev ürünlerle ilgili fizibilite çalışmaları başlatılmış ve 1993 yılında bu konuyla ilgili komitenin kurulmasıyla türev ürünlerin geliş imi hız kazanmıştır. Komitenin amacı işlem kural ve düzenlenmelerini geliştirmek ve takas sistemini formüle etmektir. Bu kapsamda, Aralık 1995'de Vadeli İşlemler Kanunu çıkarılmış ve Mayıs 1996'da Kore Borsası, KOSPI-200 endeksi üzerine vadeli işlem piyasasını oluşturmuştur. Vadeli işlem kontratlarını baz alan bu ürünün başarılı performansının takiben de opsiyon piyasası Temmuz 1997'de oluşturulmuştur. Nisan 1999'da Kore Vadeli İşlemler Borsası (KOFEX) faaliyete geçmiştir. Emtia ve finansal ürünlere dayalı vadeli işlem ve opsiyonlar ile hisse senedi üzerine türev ürünler Kore Vadeli İşlemler Borsası'nda işlem görmeye başlamıştır. Kore Vadeli İşlemler Borsası'ndaki mevcut ürünler, devlet tahvili faizleri ve dolar üzerine vadeli işlem ve opsiyonlar ile faize, altına, KOSDAQ-50 endeksine ve Parasal Stabilizasyon Tahvili faizine dayalı vadeli işlem kontratlarıdır (EMRE-FIKIRKOCA, 2004, s.31).

Aralık 2001'de, KOSDAQ-50 endeksine dayalı opsiyonlar ve Mayıs 2002'de de devlet tahviline dayalı opsiyonlar işlem görmeye başlamıştır. Kore Borsası'nda işlem görmeye devam eden KOSPI-200 endeksine dayalı vadeli işlem ve opsiyon kontratları ise Ocak 2004'ten itibaren Kore Vadeli İşlemler Borsası'nda işlem görmeye başlamıştır. Böylece tüm türev ürünler Kore Vadeli İşlemler Borsası çatısı altında toplanmıştır. Kore Borsası'ndaki KOSPI-200 Vadeli İşlem Piyasası toplam işlem hacmi, türeve konu varlık değ eri açısından, 1998 yılındaki 290 milyar dolardan 2002 yılında 1.6 trilyon dolara ulaşmıştır. Özellikle 2002 yılında büyük çıkış yapan piyasanın toplam işlem hacmi 2001 yılına göre % 83 oranında yani yaklaşık 3 kat artmıştır. Günlük ortalama kontrat sayısı 175,000 olup, işlem hacmi ise 6.5 milyar dolardır. Kısa geçmişine rağmen KOSPI-200

Vadeli İşlemler Piyasası gelişmiş ülkelerle kıyaslanabilir büyüklüğe ulaşmıştır. Kore Vadeli İşlemler Borsası bu rakamlarla dünyanın 21. büyük türev ürün borsası olmuştur (ÖZALP, 2003, s.87).

1674. İtalya’da Türev Piyasası İşlemleri

Türev ürünlerde İtalyan borsasında iki farklı yapılanma söz konusudur. Hisse senedi türevlerinin işlem gördüğü bir piyasa olan İtalyan hisse senedi türevleri piyasası (IDEM) ve menkul kıymetleştirilmiş türev ürünlerin işlem gördüğü bir piyasa SEDEX’dir.

İtalyan hisse senedi türevleri piyasası (IDEM-Italian Derivatives Market) 1994 yılı Kasım ayında faaliyete geçmiştir. Piyasada öncelikle endeks bazlı ürünler ihraç edilmiş, daha sonra doğrudan hisse senetleri üzerine sözleşmeler de sunulmuştur. Bu piyasada sunulan ilk ürün MIB 30 endeksi üzerine vadeli işlem sözleşmeleri olan FIB 30 olmuştur. 1995’de, MIB 30 endeksi üzerine opsiyon sözleşmeleri de işlem görmeye başlamıştır. S&P/MIB endeksinin kullanılmaya başlamasının ardından, Eylül 2004’ten itibaren opsiyon ve vadeli işlem sözleşmelerinde bu endeks MIB 30’un yerine geçmiştir. 2000 yılında bireysel yatırımcılar göz önünde bulundurularak MIB 30 endeksi üzerine daha küçük tutarlı mini FIB vadeli işlem kontratları sunulmuştur. 1996 yılında ise, 6 hissede hisse senedi opsiyon sözleşmeleri sunulmuştur. Halihazırda 40 hissede opsiyon sözleşmeleri işlem görmektedir. Hisseler çoğunlukla S&P/MIB endeksine dahildir. 2002 yılında, hisse senetleri üzerine de vadeli işlemler başlamıştır. 5 senetle başlayan vadeli işlemler, şu anda 22 senede ulaşmıştır. Bu pazarda kontrat sayısı ve açık pozisyon sayısında hisse senedi opsiyonları birinci sırada gelmektedir. Son dönemde İtalyan türev piyasasındaki büyüme temel olarak hisse senedi opsiyon ve vadeli işlem sözleşmelerinden kaynaklanmıştır. Hisse senedi opsiyonları, işlem hacimlerine göre A ve B gruplarına ayrılmaktadır. Bu sınıflandırma yılda 2 kez revize edilmektedir. İtalyan hisse senedi türevleri piyasasında faaliyet gösteren 77 aracı kuruluş bulunmaktadır. Bu aracı kuruluşlardan 21 tanesi piyasa yapıcısı olarak faaliyet göstermektedir. Piyasa yapıcılar Aralık 2003’ten beri iki sınıfa ayrılmaktadır. Birincil piyasa yapıcıları devamlı olarak fiyat vermektedir. Piyasa yapıcıları ise müşteri talebi geldiği takdirde fiyat vermektedir. Bu piyasa yapıcılığı tipi yalnızca endeks ve hisse senedi opsiyonları için geçerlidir. 2004 yılı Kasım ayından beri piyasa yapıcıların yanı sıra, uzmanlar da aynı sınıflamayla likiditeyi destekleyebilmektedir.

Spesiyalistler, piyasa yapıcılardan farklı olarak, işlem gören menkul kıymetle aynı grup şirketi olabilir (FIKIRKOCA, 2005, s.13).

SEDEX'te menkul kıymetleştirilmiş türevler işlem görmektedir. Bu ürünler 2004 yılı Nisan ayından itibaren Covered warrant'lar ve sertifikalar şeklinde sınıflandırılmıştır. Covered warrant'lar baz alınan menkul kıymeti alma/satma imkanı tanıyan enstrümanlardır. SEDEX piyasasında iki bölümde işlem görmektedirler. Bunlar alım ya da satım opsiyonundan oluşan standart (plain vanilla) covered warrantlar ve alım ve satım opsiyonlarını birleştiren veya egzotik opsiyonlar içeren standart olmayan (structured/exotic) covered warrantlardır. Sertifikalar ise, baz alınan menkul kıymetin performansını kopyalayan ürünlerdir ve SEDEX piyasasında iki bölümde işlem görmektedirler.

Covered warrant ve sertifikalar, baz alınan menkul kıymetin ihraççısından farklı bir ihraççı tarafından çıkarılmalıdır. Bu pazarda. hisse senetleri (AB, ABD, Japonya senetleri dahil), kamu kağıtları, faiz oranları, yabancı para (USD, Yen), endeksler (Uluslararası endeksler dahil), emtia gibi ürünler baz alınabilir. İşlemlerde ağırlık standart covered warrant'lardadır. Baz alınan menkul kıymetler ise, ağırlıklı olarak İtalyan endeksleridir. Borsa Italiana'da işlem yapan ve SEDEX'in koyduğu organizasyonel, profesyonel ve teknolojik şartları yerine getiren aracı kuruluşlar bu piyasada işlem yapabilmektedir. Haziran 2005 itibariyle, SEDEX'te 63 aracı kuruluş işlem yapmaktadır. Piyasada Haziran 2005 itibariyle 16 ihraççı, ve bu ihraçlara denk düşen 14 spesiyalist vardır. Genelde ihraççı şirketlerin (aracı kuruluşlar) ihraçlarında kendileri veya grup şirketleri spesiyalist olarak belirlenmiştir. Yalnızca, bir İtalyan bankası üç yabancı bankanın ihraçları için spesiyalist olmuştur. Spesiyalistler alım/satım fiyatları açıklamakla yükümlüdür. Bu piyasada işlemlerin takası Monte Titoli'nin mutabakat sistemi tarafından yapılmaktadır (FIKIRKOCA, 2005, s.14).

168. Türkiye'de Türev Piyasası İşlemleri

Futures ve opsiyon piyasalarının ülkemizde de kurulmasına ilişkin çalışmalar Sermaye Piyasası Kurulu'nun 23.07.1995 tarih ve 22352 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkındaki Yönetmelik ile

başlanmıştır. Ardından 07.09.1995 tarih ve 22397 sayılı Resmi Gazete’de İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası yönetmeliği yayımlanmıştır. Bu yönetmelikle İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının çalışma esas ve kuralları düzenlenmiştir.

İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası 15.08.1997 tarihinde faaliyete geçmiştir. Bu borsaya ilişkin yönetmelik 13.02.1994 tarih ve 21848 sayılı resmi gazete de yayımlanmış 09.06.1995 tarih ve 22328 sayılı resmi gazete de ise adı geçen yönetmeliğin bazı maddelerinin değiştirilmesine ilişkin yönetmelik yayınlanmıştır. İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlem Piyasası'nda 19 banka, 7 yetkili müessese, kıymetli maden aracı kurumu, 3 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası aracı kuruluşu olmak üzere toplam 31 üye işlem yapma yetkisine sahipti. Genel olarak Türkiye'de ilk vadeli işlemler piyasası olma özelliğini taşıyan İstanbul Altın Borsası kuyumculuk ve finans sektörüne yönelik faaliyet göstermek üzere kurulmuştur. Adı geçen borsada önceden, geleceğe ilişkin belirlenen fiyatlarla işlem yapılmasına imkân sağlanarak ülkemiz kuyumculuk sektörüne ve ellerinde altın stoku bulunduran diğer sektörlerle gelecekte altın fiyatlarının belirsizliğinden kaynaklanan risklerden korunma olanağını veren hedging işlemleri yapma imkanı vermiştir. Borsada işlem yapmak için sözleşme başına 500 dolar ve asgari 100.000 dolar teminat yatırılması gerekmekteydi. Başlangıç teminatı olarak nakit Türk Lirası, borsa tarafından cinsleri belirlenen efektif ve dövizler, şartları borsa yönetim kurulu tarafından belirlenen banka teminat mektupları ve her türlü devlet tahvili ve hazine bonoları yatırılabilmekteydi. Sürdürme teminatı ise borsada işlem yapanların aldıkları pozisyonların değer kaybetmesi riskine karşı bulundurulması gereken asgari teminat miktarıdır. Bu teminat başlangıç teminatından bağımsız olarak başlangıç teminatının %5 ‘i olarak öngörülmüştü (http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcumal1.doc#_Toc69314778, 25. 11.2005).

Diğer taraftan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda 15.08.2001 tarihinden itibaren döviz üzerine vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmeye başlamıştır. Ancak İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası’nda açılışı takiben başlangıçta gerçekleşen az sayıda işlemden sonra hiç işlem gerçekleşmemiştir. Bu piyasada işlem gerçekleşmemesinin temel nedenleri olarak üye sayısının az ve sadece bankalardan oluşması, piyasasının tanıtımının yeterince yapılamaması, döviz vadeli işlem sözleşmelerine ek olarak yeni vadeli işlem sözleşmelerinin piyasasının açılmamış olması nedeniyle piyasada enstrüman

çeşitliliğinin sağlanamamış olması ve piyasa yönetmeliklerinde yer alan geçici maddedeki “ 23.02.2001 tarihli ve 24327 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik uyarınca kurulacak Borsa faaliyete geçtiği tarihte bu Yönetmelik yürürlükten kalkar ve bu Yönetmelik uyarınca yapılan işlemler söz konusu borsaya devredilir.” hükmü nedeniyle oluşan belirsizlik sayılabilir. (TÜSİAD, 2005, s.56).

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) 4 Şubat 2005 tarihinde uzaktan erişimli elektronik bir Borsa ve Türkiye’nin ilk ve tek özel statülü borsası olarak faaliyete geçmiştir. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, üye kuruluşlardan oluşmaktadır. VOB’ da üyeliğe kabul iki adet potansiyel üye kategorisi arasından yapılmıştır. Bunlar Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) üyesi aracı kurumlar ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği üyesi bankalardır. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nın herhangi bir üyesinde hesap açtıran müşteri bu borsada işlem yapabilmektedir. Açılıştaki 34 olan üye sayısı 13 Şubat 2006 itibariyle 57’ye ulaşmıştır. 57 adet üyeden 15’i banka, 42’si aracı kurumdur. Şu an itibariyle ülkemizde reel kesimin ihtiyaç duyduğu emtiaya ve finansal ürünlere dayalı 8 farklı vadeli işlem sözleşmesi Borsa’da alınıp satılmaktadır. Bunlar ,döviz (Dolar/YTL, Euro/YTL), hisse Senedi Endeksi (IMKB 30-100 Endeksi), faiz (365 ve 91günlük DIBS), emtia (Pamuk, Buğday)’dır. Bu sözleşme türleri içerisine kısa sürede opsiyon sözleşmeleri de dahil edilmiştir. 4 Şubat 2005 – 4 Şubat 2006 döneminde Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’ndaki toplam işlem hacmi 3.7 milyar YTL’nin üzerinde olmuştur. İşlem hacminin % 69’una yakın kısmını döviz sözleşmeleri oluştururken bunu % 31 ile endeks sözleşmeleri takip etmiştir. Adet cinsinden işlem hacmi 2005 Ekim ayında en yüksek seviyesi olan 346.361 adet sözleşmeye ulaşmıştır. 2005 Kasım (320.268 adet) ve Aralık (156.905 adet) ayında yıl sonu nedeniyle düşen işlem hacmi 2006 Ocak (162.177 adet) ayı ile birlikte (iş günü sayısının az olmasına rağmen) tekrar yükselişe geçmiştir. Yeni Türk Lirası cinsinden işlem hacmi de 2006 Ocak ayında artan adet cinsinden işlem hacmine paralel olarak 421 milyon YTL’ nin üzerine çıkmıştır (www.vob.org.tr., 03.03.2006).

İKİNCİ BÖLÜM

2. TÜREV PİYASALARINDA YAPILAN İŞLEMLER

Finansal piyasalar, gerçekleştirilen alım-satım işlemleri neticesinde el değiştiren kıymetlerin vadesine bağlı olarak spot ve türev piyasalar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Spot piyasalar, belli miktarda bir mal veya kıymetin bunların karşılığı olan paranın yapılan işlemin ardından takas günü el değiştirdiği piyasalardır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde faaliyet gösteren hisse senetleri piyasası ile ayrıca tahvil ve bono piyasası ve bankalar arası döviz piyasasını spot piyasalara örnek olarak verebiliriz.

Türev piyasalar, ilerideki bir tarihte teslimatı veya nakit uzlaşması yapılmak üzere herhangi bir malın veya finansal aracın, bugünden alım satımının yapıldığı piyasalardır. Türev piyasalarda işlem gören sözleşmeler spot piyasa işlemlerine göre daha karmaşık ve bu nedenle profesyonel yatırımcıya daha fazla hitap eden ürünlerdir. Özellikle küçük yatırımcıların türev ürünler hakkında yeterince bilgilenmeden işlem yapmaya başlamamaları daha sonra karşılaşılabilecek olumsuz sonuçların önlenmesi açısından yararlıdır.

Türev ürünler bugün çok kapsamlı bir çeşitliliğe ulaşmıştır. Ancak türev ürünleri yine de iki başlık altında ele alabiliriz. Birincisi, genellikle forward ve swap işlemlerini kapsayan ve tezgah üstü işlemler olarak (Over The Counter- OTC İşlemler) adlandırılan, düzenli piyasaları bulunmayan, bir başka deyişle düzenli bir borsada işlem görmeyen finansal ürünlerdir. Forward sözleşmeler ve swap işlemleri türev piyasalarda büyük oranda kullanılan finansal araçların başında gelmektedir. Bu işlemler taraflar arasında gerçekleşen, tutar, vade veya diğer teknik konuları tarafların ihtiyaçlarına göre belirlenen işlemlerdir.

Bunlara ilave olarak ikinci grup ise futures sözleşmeleri (gelecek sözleşmeleri) ve opsiyon sözleşmelerini (option contracts) kapsayan, düzenli piyasaları bulunan ve borsada

işlem gören finansal araçlardır. Futures ve opsiyon işlemler yaygın olarak kullanılan diğer finansal araçlardır.

21. Forward İşlemler

211. Forward İşlemlerin Tanımı

Vadeli teslim işlemi, alivre işlem sözleşmesi, vadeli satış sözleşmesi olarak da adlandırılan forward işlemleri, iki taraf arasında, gelecekteki belirli bir zamanda, önceden belirlenmiş miktar ve kalitedeki malın veya paranın sözleşmenin yapıldığı tarihte belirlenen bir fiyattan teslimi için yapılan anlaşmalardır (KOCAMAN, 2004, s. 123-124). Bir forward sözleşmesindeki gelecekteki tarih işlemin gerçekleştirileceği tarih olarak adlandırılmaktadır. Bir forward sözleşmesindeki fiyat ise işlemin yapılacağı vade tarihinde forward sözleşmesindeki sözleşme fiyatıdır.

Forward sözleşmeleri sabit ve seçenekli forward sözleşmeleri olmak üzere iki şekilde yapılabilir. Forward sözleşmeleri belirli bir tarihte sonuçlandırılırsa bu tür sözleşmelere sabit forward sözleşmeleri denir. Sabit forward sözleşmeleri ile değişim belli bir tarihte gerçekleştirilir. Forward sözleşmelerinde taraflar değişimin tarihi konusunda belirli bir zaman aralığı öngörebilirler. İşte sözleşmenin uygulanacağı zamanın iki tarih arasında olduğu sözleşmelere, seçenekli forward sözleşmeleri denilmektedir (CEYLAN, 1998, s.254).

212. Forward İşlemlerin Tarihi Gelişimi

Forward piyasaların geçmişi ortaçağa kadar gitmektedir. Forward piyasalar üretici ve çiftçilerin, fiyat değişikliklerinden kaçınma çabalarıyla doğmaya başlamıştır.

Forward sözleşmelerin yapıldığı ilk borsa Londra'daki Kraliyet Borsası (Royal Exchange)'dir. 17. yüzyılın ilk yarısında Hollanda'da meydana gelen lale soğanı cinneti sırasında da forward sözleşmeler yapıldığı bilinmektedir (ÖZŞAHİN, 1999, s.6).

17. yüzyılın ikinci yarısında Japonya'da önce Osaka sonra Dojima'da kurulan pazarlarda da forward sözleşmeler yapılmıştır. Japonya'nın mutfağı olarak bilinen Osaka, bir ekonomik faaliyet merkezi durumundaydı. Bu durumunu ve birçok özelliğini pirinç ticaretindeki merkezi rolünden almaktaydı. O zamanın Japon ekonomisinde pirinç kilit önemdeydi; bir zenginlik ölçüsü ve gücü koruma aracıydı. Kuzey Osaka'da üç ana nehrin deltasında kurulu olan Dojima pirinç pazarı, kayıtlı pirinç tüccarlarının 1300'ünden fazlasını oluştuyordu. 1688' de kurulan pirinç pazarı, olağanüstü verimli bir yılın pirinç fiyatlarını düşüreceğini hissettiklerinde pirinç yetiştiricilerine ürünlerini hasat zamanından önce satma imkânı tanıyan bir fazla ürünü takas etme mekanizması oluşturmuştu. Yada üreticiler kötü bir hasat mevsimi olacağını bekliyorlarsa, pirinç satın alıp sonradan artan fiyattan satabiliyorlardı. Feodal lordlar pirinç takasında ek bir yarar görüyorlardı. Tokyo'daki Tokugawa şogonluguna yapılan yıllık hac ziyaretleri sırasında sık sık olduğu gibi para sıkıntısı baş gösterdiği zaman, ambarlardaki veya henüz hasadı yapılmamış pirinç karşılığı pirinç makbuzları satabiliyorlardı. Bu makbuzlar cari para yerine geçmeye başladı ve Dojima'daki bu ikinci pazar dünyanın ilk forward pazarlarından biri olmuştur (ALLETZHAUSER, 1992, s.54-55).

1848 yılında 82 tüccar bir araya gelerek Chiago Board of Trade (Chicago Ticaret Kurulu) adı altında ABD'de ilk borsayı kurmuşlardır. Bu borsada ilk forward işlem 13 Mart 1851'de yapılmıştır. Daha sonra 1863 yılında Paris Borsası'nda ilk forward işlem gerçekleştirilmiştir (TUNCER, 1994, s.25).

Tarımsal ürünlerin hasadı henüz yapılmadan alınıp satılmaya başlaması forward piyasalarının gelişmesini sağlamıştır. Bu şekilde üreticiler hasat zamanı ellerine geçecek parayı önceden bilmekte, tüketiciler veya tacirler de maliyetlerini önceden belirleyebilmekteydiler. Ancak tarımsal ürünlerin üretiminin dış faktörlere, özellikle hava koşullarına çok bağımlı olması, üzerinde anlaşılmış malların teslimatında sorunlar yaratmaya başladıkça, forward piyasalarına olan güven sarsılmıştır. Sonraki dönemde yatırımcılar karşılarında daha güvenilir kurumlar görmek istemişler ve emtia borsaları kurulmuştur. Böylece hem alıcılar hem de satıcılar karşılarında bir kişi yada şirket yerine borsa görmeye, karşı taraf riski yerine borsa riskini almaya başlamışlardır. Piyasaların bu şekilde gelişimi, futures sözleşmelerini ve piyasalarının gelişimine yol açmış, mal piyasalarında forward kullanımını azaltmıştır (BOLAK, 1998, s.79).

213. Forward İşlemlerinin Temel Özellikleri

Forward işleminde taraflardan biri nihai alıcıdır (long pozition). Nihai alıcı sözleşmede belirlenen fiyattan mal veya menkul kıymeti satın alıp ödemeyi yapmaktadır. Diğer taraf ise nihai satıcı (short pozition) olup, belirlenen fiyattan sözleşmedeki menkul kıymet veya malı satandır (EBİÇLİOĞLU-KAHRAMAN, 1999, s.18).

Forward sözleşmelerinde vade sonlarında, forward kontratta yer alan fiyat ile vade sonunda piyasada gerçekleşmiş olan cari fiyat karşılaştırılmakta ve çoğu zaman kontratta yer alan fiyatla spot fiyat birbirinden farklı olmaktadır. Yani forward fiyat spot fiyattan düşük veya fazla olabilmektedir. Çok seyrek görülmesine rağmen bazen de forward ve spot kurlar birbirine eşit olabilir. Bu durumda forward fiyat düzdür (CHAMBERS, 1998, s.43).

Forward sözleşmelerde, eğer vade sonunda gerçekleşen cari fiyat, sözleşmede belirlenmiş olan fiyattan yüksekse sözleşme sahibi kâr eder. Buna prim denir. Eğer cari fiyat düşükse sözleşme daha yüksek olan sözleşme fiyatından gerçekleştirileceğinden, sözleşme sahibi zarar eder ki (fiyat riski) buna da iskonto denir. Sözleşmeyi satan taraf içinse tam tersi durum söz konusu olmaktadır. Forward fiyat spot kur ve faiz farkındaki hareketlerden etkilenir (<http://www.tskb.com.tr/FinansSozlugu.aspx#opsiyon>, 15.02.2006).

Forward işlemlerinde sözleşme vadesi gelmeden kâr yada zararın oluşup oluşmadığı anlaşılamaz. Forward sözleşmesine taraf olanlar vadedeki spot kura göre kâr yada zarar elde ederler (KARAHAN, 2000, s.2). Yani taraflardan biri bu işlemde kazanç sağlarken diğeri fırsat kaçırmış olacaktır. Örneğin taraflardan biri diğeri 1 yıl vadeli piyasada EU/USD = 1.75 üzerinden USD satmış, bir yıl sonundaki spot kur ise EU/USD = 1.70 olmuşsa kazançlı bir işlem gerçekleştirmiş olacak, karşı taraf ise EU/USD = 1.70 den USD alabilmek fırsatını kaçırmış pahalı kurdan işlem yapmış olacaktır.

Bir forward bir sözleşme ile gerçekleştirildiğinden, taraflara karşılıklı hak ve yükümlülükler getirdiğinden, tek tarafın isteği yada kararı ile forward sözleşmenin gerekliliklerini yerine getirmekten vazgeçilemez. Bu nedenle, sözleşmelerin iptal edilmesi de tarafların mutabık kalmalarıyla mümkündür. Sözleşmeyi yapanlar, sözleşme sona erece kadar yükümlülük altındadırlar. Forward sözleşmeler, önceden belirlenen vade gününde

tarafların edinimlerini, teslim ve ödemelerini yerine getirmeleri ile kapanır (AKGÜÇ, 1994, s.713). Örneğin, vadeli olarak dolar satın almak amacıyla yapılan bir sözleşmede alıcının hakkı vade sonunda söz konusu doları mukavele fiyatıyla satın almak, yükümlülüğü ise kararlaştırılan tutarda Yeni Türk Lirası' nı teslim etmektir. Satıcının hakkı ise vade sonunda Yeni Türk Lirası'nı teslim almak, yükümlülüğü ise doları teslim etmektir.

Forward sözleşmelerinde taraflar, ayrıntıları sözleşmede belirlenen şartlara bağlı kalmak zorundadırlar. Buna rağmen taraflardan birisinin sözleşme şartlarını yerine getirmemesi ve gelecekteki fiyat değişiklikleri konusundaki belirsizlik forward sözleşmelerinin belli başlı iki riskini oluşturmaktadır.

Forward sözleşmeler önceden belirlenmiş standart sözleşmeler değildir. Sözleşmede sözleşmeye konu olacak olan finansal varlığın özellikleri, teslim ve ödemenin yapılacağı tarih, teslim yeri ve yöntemi, miktarı ve fiyatı olmak üzere tüm ayrıntılar taraflar arasında yapılacak olan görüşme sonucunda tarafların ihtiyaçlarına göre serbestçe belirlenebilir. Bu durum ise, bu piyasalarda işlem yapanların kontrata ilişkin bilgi edinmesini zorlaştırırken, forward kontratlarının tedavülünü, pazarlanabilirliğini imkânsızlaştırır. Zira her bir forward niteliği itibarıyla bir diğerinden farklı olmaktadır (ANGIN, 1998, s.48). Dolayısıyla, forward sözleşmelerin alım-satımının yapıldığı belli bir borsa yoktur ve bu tür sözleşmeler borsa dışında iki özel taraf arasındaki anlaşmalar aracılığı ile tezgah üstü piyasalarda işlem görmektedir. Bunun doğal sonucu olarak da forward kontratları için ikincil bir piyasa mevcut değildir

Forward sözleşmeler için önceden düzenlenmiş bir mevzuat, yasal düzenleme yoktur ve tanımı itibarıyla menkul kıymet değil gelecekteki bir işlem için düzenlenmiş, iki taraf arasında yapılan ticaret anlaşması olarak görülmektedir.

Forward piyasalar genellikle, büyük ticari bankalar, holdingler, kurumsal yatırımcılar ve kamu kesimi tarafından gelecekteki taahhütlerini karşılamak, riskten korunmak ve spekülasyon amacıyla kullanılırlar.

Forward işleminin taraflarını arbitraj yapanlar, tüccarlar, riskten korunmak isteyenler ve spekülâtorler olarak sınıflamak mümkündür.

214. Forward İşlemlerin Avantaj ve Dezavantajları

Forward sözleşmelerinin en büyük avantajları oldukça esnek bir yapıya sahip olmaları ve sözleşmelerde standardize edilmiş bir teminat miktarının olmamasıdır. Bu nedenle hemen hemen sıfır komisyon maliyetiyle çalışılması, bu piyasalarda büyük miktarda sözleşmelerin alım-satımının yapılmasına ve organize piyasaların yaklaşık üç katı işlem hacmine sahip olması açısından ön plana çıkmasına neden olmaktadır.

Forward sözleşmesinin başlangıcında veya sözleşme süresince taraflar arasında herhangi bir nakit akışı gerçekleşmemektedir. Bütün nakit akışı vade sonunda ortaya çıkmaktadır. Vade sonu tarihine kadar sözleşmeyi alan ve satan taraflar açısından, fiyatların piyasadaki değişimi sonucunda hiçbir nakit giriş çıkışı olmayacağı için, bu tip bir sözleşmeye taraf olan kişi veya kurumlar bu süre içinde, ellerinde bulunan atıl fonları istedikleri şekilde yatırıma kanallandırmaya imkânına sahip bulunmaktadır (YILMAZ, 2000, s.42). Ancak taraf yada tarafların kredi değerliliğinden şüphe olmadığı sürece kontrat süresince hiç bir nakit akışı olmamaktadır. Eğer böyle bir durum söz konusuysa bir tarafın yada karşılıklı olarak sözleşmeyi yapanların ikisinin de teminat olarak depozito yatırımları konusunda anlaşılabilir (ARIKAN, 2003, s.56). Ama taraflar teminat yatırma konusunda anlaşılırlarsa bu tutar çok fazla olmaktadır.

Forward sözleşmelerin risk yönetimi açısından en önemli avantajları ise tam bir belirlilik sağlaması, istenen vadeler için yapılabilmesi ve forward kurların, faiz oranı farklılıklarından faydalanarak güvenilir bir biçimde hesaplanabilmesidir (BOLAK, 1998, s.79).

Forward sözleşmelerinin en büyük dezavantajı ise likit olmamalarıdır. Diğer bir deyişle, forward kontratını vade tarihinden önce sona erdirmek maliyetli veya oldukça zor olabilir. Çünkü iki taraf arasındaki şartlara ve ihtiyatlara göre belirlenen bu sözleşmeleri başka birine satmak oldukça zordur (EBİÇLİOĞLU-KAHRAMAN, 1999, s.18).

Forward sözleşmelerin takas edilmeleri de söz konusu değildir. Forward sözleşmelerde, sözleşme şartlarının yerine getirilmemesi durumunda ortaya çıkan kredi riski her iki taraf için de vardır ve derecesi de yüksektir (SELVİ, 1998, s.10).

Forward piyasalar, spot piyasa ve faiz hadleri temel alınarak oluşturulan bir piyasadır. Sağlıklı işlemesi için spot piyasanın istikrarlı, faizlerinde düşük olması gereklidir (<http://www.milliyet.com.tr/2001/07/20/yazar/index.html>, 10.01.2006).

215. Forward İşlemlerin Çeşitleri

Vadeli işlemler daha önce de belirtildiği gibi her türlü mal (döviz, faiz, ticari mal , her türlü tarımsal veya metalürjik ürünler) için düzenlenebilmesine rağmen genellikle döviz , faiz oranı ve mal üzerine düzenlenmektedir.Buna göre vadeli işlem sözleşmelerinin yaygın olarak kullanılan 3 türü bulunmaktadır.Bunlar ;

- Döviz Forward Sözleşmeleri
- Faiz Forward Sözleşmeleri
- Ticari Mal Forward Sözleşmeleridir

2151. Döviz Forward Sözleşmeleri

Döviz forward sözleşmeleri, iki taraf arasında belli miktarda bir dövizin belli bir kurdan ileride belirli bir tarihte değiştirilmesi için yapılan sözleşmelerdir (YILMAZ, 2000, s.42).

Eğer forward işleminde belirli miktar dövizin ileri bir tarihte alımı yada satımı söz konusu ise bu işlemlere düz (outright) forward işlemi denilmektedir. Ancak vadeli alım (veya satım) yapılırken, aynı zamanda o dövizin spot piyasada satımı (veya alımı) yapılıyorsa bu işleme forward-swap denilmektedir. Yani forward-swap işlemi bir forward ile bir spot işlemin aynı anda yapıldığı işlemlerdir. Örneğin bir banka bir ay sonra dolar satın YTL almak üzere forward kontrat yapıp, aynı anda spot piyasadan dolar alır ve YTL satarsa bu işleme forward-swap denilmektedir (ARIKAN, 2003, s.56).

Döviz forward işlemleri, döviz kuru riskinden korunma yöntemleri içinde en fazla kullanılan yöntem olarak bilinmektedir. Döviz kurlarının belirlenmesinde çok sayıda değişkenin bulunması, doğal olarak geleceğe yönelik belirsizliği, belirsizlik de elinde (çok uluslu şirketler ve bankalar gibi) döviz varlığı bulunduranların kendilerini bu risklere karşı koruma eğilimini getirir. Koruma eğiliminin sonucu olarak da kurlar mümkün olduğunca ileri bir tarihte sabitlenmeye çalışılmaktadır. Bu da döviz piyasasında forward işlemleri ortaya çıkarmaktadır. Başka bir ifade ile, spot piyasa döviz piyasasının kaos yönü, forward piyasa düzen yönüdür diyebiliriz (UYSAL, 1998, s.2).

Döviz kuru, sözleşmenin yapıldığı tarihte belirlendiği için vade sonuna kadar geçen süre içindeki kur değişimleri, sözleşmede önceden belirlenen kuru etkilememekte ve dövizlerin alım satım işlemi vade bitiminde önceden belirlenmiş olan kur üzerinden gerçekleşmektedir (SELVİ, 1998, s.10).

Döviz forward kontratlarda vade 30 gün ile 180 gün arasında değişmekte ve forward sözleşmelerinde vade, uygulanacak faiz kuru, döviz tutarı, ödeme veya teslimatın yapılacağı yer, banka hesap numarası, tarafların kimliği gibi bilgiler yer almaktadır (TOROSLU, 2000, s.75).

Forward işlemlerde de kurlar spot işlemlerde olduğu gibi dolara göre kote edilmektedir (CHAMBERS, 1998, s.44). Bu tip kotasyon şekline Avrupa tipi kotasyon denir. Avrupa tipi kotasyonda, baz döviz yani esas döviz dolardır. Bir birim dolar yabancı para birimi cinsinden kote edilir. İkinci bir kotasyon şekli de Amerikan tipi kotasyondur. Bu tip kotasyonda ise, bir birim yabancı para Amerikan Doları'na göre kote edilir.

Döviz forwardlarının dayandığı mantık Fisher paritesinden yola çıkan faiz oranları paritesidir. Para hareketleri üzerinde herhangi bir müdahale olmaması ve normal şartlar altında forward kur iki veya daha fazla ülkedeki faiz oranları arasındaki farkı ifade eder. Uluslar arası finasta, teorik ilişkilerde en çok gösterilen örnek faiz oranı paritesidir ve döviz kuru parasal modelleri içerisinde çok önemli bir yere sahiptir. Döviz kuru teorisi, döviz kurundaki iki yönlü ayarlamaların, farklı ulusal paralarla adlandırılmış yatırım fırsatlarındaki faiz oranlarından kaynaklandığını belirtir (<http://www.univ-cefi.fr/IMG/pdf/0107.pdf>, 08.01.2006) .

Forward kur, gelecekte beklenen spot kurların ve primin toplamı olarak yorumlanabilir. Daha açık ifadeyle, gelecekteki t+1 zamanındaki değişim için dikkate alınan forward kur, yine gelecekte gerçekleşecek spot kurların kesin eğiti kadar olacaktır (<http://www.elon.edu/ipe/polito.pdf>, 17.02.2006).

Forward işlemlerde uygulanan kurlara forward fiyatlar adı verilmektedir. Forward fiyatlar genelde spot fiyatlardan farklılık göstermektedir. Ancak iki fiyat aynıda olabilmektedir. Forward işlemlerde fiyata, spot fiyat üzerine swap point adı verilen oranların eklenmesi yada çıkarılması ile ulaşılmaktadır. Ülkeler arası faiz oranı farklılıkları, bir yandan faiz arbitrajı doğururken, diğer yandan da spot kurlar ile forward kurlar arasındaki ilişkiyi belirlemektedir. Forward kurunu ağağıdaki formülle hesaplamak mümkündür (ÖZALP, 2003, s.28):

$$\text{Forward Kur} = \text{Spot Kur} \times \frac{(1 + (\text{Ulusal para faizi} \times \text{gün sayısı}/360))}{(1 + (\text{Yabancı ülke faizi} \times \text{gün sayısı}/360))}$$

Forward sözleşmelerde vade sonunda yapılan karşılaştırmada eğer baz alınan yabancı paranın değeri yerli paraya göre forward piyasada spot piyasadan daha fazla ise, yabancı para yerli paraya göre prim yapmış demektir. Buna forward primi denmektedir. Bu durumda prim yapan yabancı paranın değeri yerli paraya göre artmış, buna karşın yerli parada yabancı para karşısında değer kaybetmiştir. Eğer yabancı paranın forward değeri, spot değerinden düşük ise bu durumda yabancı para iskontoya uğramıştır. Bunada forward iskontosu denmektedir. Bu durumda ise az önceki durumun tam tersine yerli para yabancı paraya karşı prim yapmıştır (CHAMBERS, 1998, s.43).

Forward primi hesaplanırken ağağıdaki formül kullanılmaktadır:

$$\text{Forward Primi} = \frac{\text{Forward Fiyat} - \text{Spot Fiyat}}{\text{Spot Fiyat}} \times \frac{12}{n} \times 100$$

n (Vadeye kalan ay sayısı)

Forward prim veya iskontoları, faiz oranlarından etkilenmektedir (CEYLAN, 1998, s.266). Faiz oranı paritesi, faiz oranı daha yüksek olan ülkenin parasının, iki ülkenin faiz oranları farkları kadar iskonto yapması ve bunun da forward kurlara yansımaları gerektiğini ileri sürer. Faiz oranı paritesi teorisine göre, bir ülkenin ulusal parasının değerinde

beklenen artış, diğer ülke ile arasındaki faiz oranı farkı kadardır. Buna göre, forward prim (premium) ve iskonto (discount) oranının, faiz oranları arasındaki farka eşit olduğu görülmektedir. Eğer yurt içindeki faiz oranları, yurt dışındaki faiz oranlarına göre daha fazla ise, yabancı ülke parası forward piyasada prim yapacaktır. Eğer yurt içindeki faiz oranları yurt dışındaki faiz oranlarından daha düşükse bu sefer yerel para yabancı paraya göre forward piyasada yabancı paraya göre prim yapacak, yabancı para ise iskontoya uğrayacaktır (CHAMBERS, 1998, s.46)

2152. Faiz Forward Sözleşmeleri

Forward faiz sözleşmeleri ile ilgili piyasalar özellikle 1980'li yılların başlarından itibaren oluşmaya başlamıştır. Forward faiz anlaşmaları ile forward döviz anlaşmaları arasında aslında önemli bir fark yoktur. Ayrıca yapısal açıdan da birçok benzer özellik gösterirler.

Forward faiz sözleşmeleri, sözleşme taraflarına, kendilerinin tespit ettiği belirli bir süre için, belirli bir anapara tutarı üzerine uygulanacak olan, garanti edilmiş bir faiz oranı sağlayan anlaşmalardır. Buradaki anapara varsayımsal olup, gerçekte taraflar arasında el değiştirmemekte, sadece üzerinden faiz hesaplanmasında kullanılmaktadır (KARACA, 2000, s.89).

Faiz gelirlerindeki aşırı düşmeleri önlemek veya ödenecek faiz tutarının artmasını önlemek için forward faiz sözleşmeleri kullanılır. Taraflar, belirli bir süre için, belirli bir tarihte belirlenen vadede ve belli bir varsayımsal anapara üzerine uygulanacak faiz oranı üzerinde anlaşılır. Alıcı olan taraf, kendisini ileride muhtemel faiz artışlarına karşı koruma altına almak satıcı da kendisini ilerdeki olası faiz düşüşlerine karşı korumaya almak için forward faiz sözleşmesine giren taraftır. Vade sonuna gelindiğinde, spot faiz oranları ile kontratta yer alan faiz oranları karşılaştırılır ve karşılaştırma sonucuna göre taraflardan biri, diğerinin faizlerdeki aleyhte değişme sonucu uğradığı zararı telafi eder. Alıcı aradaki olumlu faiz tutarını satıcıdan alırken, olumsuz faiz tutarını ise satıcıya öder.

Forward faiz sözleşmesi gelecekte bir borçlanma yada yatırımın faiz oranını önceden sabitleştirmeyi olanaklı kılan bir finansal araçtır. Sözleşme ile taraflar belirli bir tarihteki

pazar faiz oranı (bu genelde bankalar arası pazardaki satış fiyatı olmaktadır) ile önceden belirlenmiş bu oran ile aradaki farkı değiştirmeyi kabul etmektedirler (ERSAN, 1998, s.181–182).

Bir forward faiz sözleşmesi satın alındığında, bugünden sabitleştirilmiş bir orandan gelecekte borçlanma, satıldığında ise önceden belirlenmiş bir orandan gerçekte ödünç verilmesi kararlaştırılmış olmaktadır (BERK, 1999, s.409).

216. Forward İşlem Uygulama Örneği

Japon Yeni'nin Amerikan Dolar'ı karşılığında forward olarak satın alınması anlaşması yapılmış olsun:

- Forward Fiyat = 0,412\$/Yen

-Anlaşma Tutarı = 20.000\$ / 0,412\$ = 48.544 Yen

- Bu forward anlaşma ile yatırımcı, sözleşme vadesinin bitiminde 0,412\$/Yen kurundan 20.000\$ karşılığında Yen satın alacaktır. Yatırımcının kazanç ve kaybı, vade bitimindeki spot kura göre değişecektir.

1- Forward sözleşmenin vade bitiminde, spot kurun forward kurdan yüksek olması durumunda kâr/zarar (Spot piyasa = 0,424 \$) :

Bu durumda yatırımcı forward sözleşme gereği Yeni 0,412\$ kurundan satın alacak ve 0,424\$ kurundan piyasada satacaktır. Böylece birim kâr, spot kur ve forward kur arasındaki farka eşit olacaktır. Toplam kâr:

- Kâr = Anlaşma Tutarı x (Vade Bitimindeki Spot Kur - Forward Kur)

- Kâr = 48.544 Yen x (0,424\$ -0,412\$) = 582,50\$

2- Forward sözleşmenin vade bitiminde spot kur, forward kurdan küçükse kâr/zarar belirlenmesi (Spot piyasa = 0,408 \$) :

Spekülatör, piyasadan Yeni 0,408\$ kuru üzerinden alabilecekken, forward sözleşme gereği 0,412\$ kuru üzerinden almak zorunda kalacaktır. Böylece katlanacağı birim zarar, spot kur ile forward kur arasındaki farka eşit olacaktır. Buna bağlı olarak toplam zarar :

$$\text{Zarar} = 48.544 \text{ Yen} \times (0,408 - 0,412) = -194,18\$$$

Aynı anlaşma futures pazarında düzenlenmiş olsaydı, futures sözleşmesinde uzun ve kısa pozisyon alan kişiler vadeden önce pozisyonlarını kapatma şansına sahip olduklarından bu zarardan kurtulma olanağını bulabileceklerdi.

22. Futures İşlemleri

221. Futures İşlemlerin Tanımı

Sabit ve öngörülebilir pariteler rejiminin yıkılmasından sonra olağanüstü gelişme gösteren en önemli türev piyasa ürünlerinden birisi olan futures sözleşmesi, sözleşmenin taraflarını, belirlenen ileri bir tarihte, üzerinde anlaşılan fiyattan, standartlaştırılmış miktar ve kalitedeki bir malı veya kıymeti alma veya satma yükümlülüğüne sokan sözleşmelerdir (İMKB, 1999, s.465).

Başka bir açıdan futures sözleşmeler, organize borsalarda işlem gören standart forward kontratlardır. Futures sözleşmeler fiyatın dışındaki tüm kapsam ve özelliklerin standart hale getirildiği yasal sözleşmelerdir.

Futures sözleşmeleri hazine bonoları, tahviller, hisse senetleri, çeşitli hisse senedi fiyat endeksleri, faizler, dövizler ve türlü mallar üzerine yapılabilmektedir.

222. Futures İşlemlerin Tarihi Gelişimi

Çeşitli malların gelecekte teslim konusuyla alım satımı konusu oldukça eskidir. Futures sözleşmelerine benzer ilk uygulama 1697 yılında Japonya’da ortaya çıkmıştır. Toprak sahipleri, pirinç üretimlerini teminat göstererek, ekonomide para gibi işlem gören alını sertifikaları çıkarmışlar ve pirinç fiyatlarındaki dalgalanmaların sözü edilen sertifikaların değerlerinde de değişikliklere neden olduğu anlaşıldığında ilk vadeli işlem piyasası oluşmuştur (KARACA, 2000, s.91).

Amerika Birleşik Devletleri’nde 19. yüzyılda, gelişen sanayinin de etkisiyle çiftçilerin üretim kapasitelerinin artması ve ulaştırma-iletişim olanaklarının gelişmesi, yerel pazarlardan uluslararası pazarlara doğru genişlemeye yol açmıştı. Bu dönemde taşımacılık ve ticaretin merkezi Chicago şehriydi. Çiftçiler ve sanayiciler, ürünlerini ülke içi ve dışına pazarlamak için Chicago’daki piyasalara getirmekteydiler.

1830’larda henüz tren yollarının yapılmadığı ve altyapının (buğday siloları gibi) yetersiz kaldığı bir ortamda, hasat zamanı ürünlerini aynı anda Chicago’ya getirmek zorunda kalan çiftçiler arz fazlası sorunuyla karşılaşıyorlardı. Bu durumdan kaçınmak isteyen daha kurumsallaşmış çiftçiler, ürünlerini önceden satmaya başladılar. Böylece çiftçinin fiyat riski, alıcıya transfer edilmekteydi. Gelecekte ürün teslimatını garantiye almaktan çok, fiyat değişimlerinden yararlanmak isteyen spekülörlerin de ortaya çıkmasıyla, çiftçinin fiyat riskini taşıyacak bir grup daha devreye girmiş oldu. Bu forward sözleşmelerin her iki tarafa da planlama kolaylıkları getirmesine karşın, taraflardan birinin taahhüdünü yerine getirmeme riski her zaman söz konusuydu. Ayrıca, ürünün kalitesi standart olmadığı için bir belirsizlik doğmaktaydı. Bu riskleri ortadan kaldırmak ve karşılaşılan sorunları çözmek amacıyla, 1848 yılında 82 tüccar, bir araya gelerek organize bir borsada vadeli işlemleri gerçekleştirmek için, Chicago Ticaret Odası (Chicago Board of Trade) kurdular.

Zaman içinde forward işlemlerin belirsizlik ve riskler dolayısıyla yetersiz kalmasıyla başlayan yeni arayışlar neticesinde 1865 yılında Chicago Ticaret Odası (Chicago Board of Trade) ilk futures işlemi gerçekleştirmiştir.

1891 yılında da günümüzdekilerle karşılaştırılabilir nitelikte ilk takas odası Minneapolis ve Kansas City’de kurulmuştur (TUNCER, 1994, s.25).

Yumurta ve diğer çiftlik ürünlerinin alınıp satıldığı Chicago Produce Exchange 1874 yılında, ilerideki yıllarda ilk finansal vadeli işlem ürünlerini piyasaya süreceğ olan Chicago Ticaret Borsası (Chicago Mercantile Exchange) ise 1919 yılında kurulmuştur (<http://www.vadeli.freeservers.com/>, 24.11.2005).

1971 yılında Smith Sinion Anlaşmasıyla Bretton Woods sabit kur sisteminin sona ermesiyle döviz kurlarında görülen dalgalanma üzerine 1972 yılında Amerika Birleşik Devletleri’nde, yedi yabancı para birimi için düzenlenen vadeli işlem sözleşmelerinin işlem göreceği bir piyasa (IMM-Uluslararası Para Piyasası), Chicago Ticaret Borsası tarafından kuruldu. Böylece ilk finansal futures işlemler başlamış oldu.

Finansal futures alanında bir diğer önemli gelişme, faiz oranlarına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin kullanılmaya başlanmasıdır. Faiz oranına dayalı ilk vadeli işlem sözleşmesi 20 Ekim 1975 tarihinde, Chicago Ticaret Kurulu’nda açılan bir pazarda işlem görmeye başladı (KARACA, 2000, s.92). Bunu 1975’te Chicago Ticaret Odası piyasaya sürülen konut sertifikalarına dayalı futures sözleşmeleri izlemiştir. Ardından Hazine bonolarına ve Amerika Birleşik Devletleri tahvillerine dayalı futures sözleşmeleri 1977 yılında piyasaya sürülmüştür. 1981 ‘ de Chicago Ticaret Borsası 3 aylık Eurodollar futures sözleşmeleriyle işlem yapılmaya başlanmıştır. İlk defa 1982 yılında Chicago Ticaret Borsası’nda S&P 500 endeksine dayalı futures sözleşmeleri hazırlanarak piyasaya sürülmüş, böylece futures piyasalarına borsa endeksleri de konu olmaya başlamışlardır. Aynı yıl Kansas Ticaret Odası (Kansas City Board of Trade)’ da Value Line endeksine, New York Futures Exchange’de New York Stock Exchange endeksine dayalı futures sözleşmeleri de işlem görmeye başlamıştır. Kuzey Amerika dışında ilk defa Financial Times Stock Exchange endeksine ait sözleşmeler London International Futures Exchange ’ de 1984 yılında alınıp satılmaya başlanmıştır (<http://www.vadeli.freeservers.com/>, 24.11.2005).

223. Futures İşlemlerinin Temel Özellikleri

Futures işlemleri forward piyasaların özel bir şeklidir. Futures işlemleri forward piyasasına benzese de aslında her iki piyasa arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır. Futures işlemleri organize borsalarda yapıldığı için özellikle bu özelliğine bağlı olarak forwardlardan farklı kendine has temel özellikler içermektedir.

2231. Futures İşlemleri Organize Borsalarda İşlem Görürler

Futures sözleşmeleri, belli başlı organize futures borsalarında işlem görmektedir.. Borsada ancak kote edilen kontratlar alınıp satılmaktadır. Borsada işlemler “pit” denilen yerde sadece borsaya kayıtlı brokerler tarafından gerçekleştirilir. Bu borsalarda belirlenen fiyatlar takas odası tarafından resmen yayınlanmaktadır.

Borsa üyeleri, seanslara aktif şekilde katılabilmekte ve komisyoncu ve broker' lara komisyon ödemediği işlem yapabilmektedirler. Bu borsalarda üye firmalar, üyelik hakkı almış bireyler alım ve satım yapabilmektedir. Hatta üyelik hakkı satılabilmekte ve kiralanabilmektedir. Borsa üyeleri borsada işlem yapma yetkisine sahip oldukları gibi borsanın işleyişine yön veren kuralların belirlenmesinde de etkili olurlar (ÇETİN, 1999, s.3).

Borsalarda üyelik belirli sayıda koltuk ile sınırlıdır. Dolayısıyla, kanuni açıdan özel nitelikte bir kuruluş olan futures borsası, alıcılar ile satıcılara işlemlerini gerçekleştirebilecekleri bir mekân sağlayan ve günlük alım-satım ile ilgili kurallar oluşturarak, bunların herkes tarafından yerine getirilmesini denetleyen bir üçüncü taraf olarak futures sözleşmesine konu olur.

2232. Futures İşlemlerinin Standartlaştırılmış Sözleşmeler Olması

Futures sözleşmelerinde sözleşmeye konu kıymetin para birimi, kontrat büyüklüğü, vade tarihleri, malın kalitesi, gerçekleştirilecek minimum fiyat dalgalanması, günlük fiyat limitleri, teslim tarihleri standartlaştırılmıştır.

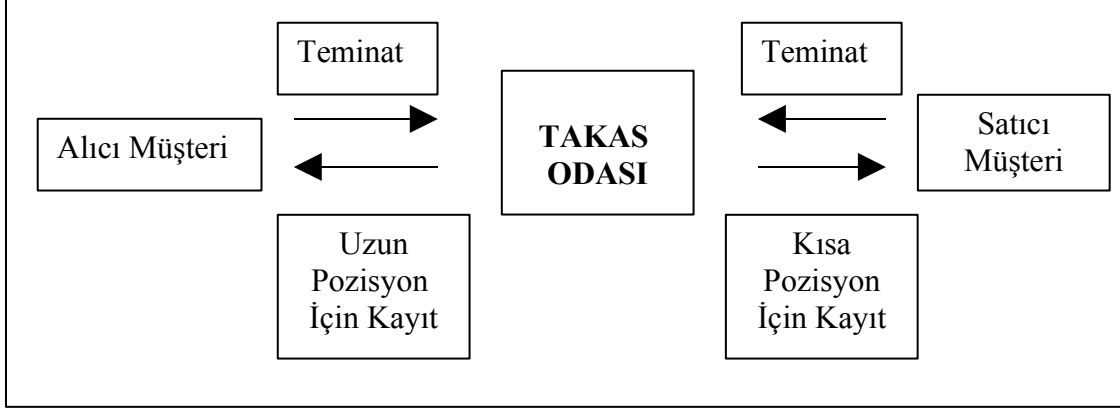
Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri'nde Chicago Mal Borsası'na (Chicago Merchantile Exchange) bağlı Uluslararası Para Piyasası (International Monetary Market) borsasında, sterlin sözleşmesi 25.000 sterlin için yapılmaktadır. London International Financial Futures Exchange (LIFFE)'de döviz futures sözleşmeleri teslim tarihleri, Mart, Haziran, Eylül ve Aralık teslimleri için olup, vadeler teslimat aylarının üçüncü çarşambasıdır. Borsaların tespit ettiği kıymet ve standartlar dışında sözleşme yapılamamaktadır.

Futures kontratların tutarlarının bu şekilde standart hale getirilmesinin en büyük nedeni futures pazarların bazı yatırımcılar tarafından speküle edilmesini önlemektir (CHAMBERS, 1998, s.8). Ayrıca futures sözleşmelerin standart ve hamiline yazılı olmaları ikincil piyasalarda da kolayca alınıp satılmalarını sağlamaktadır (HOŞYUMRUK, 2004, s.3).

2233. Futures İşlemlerin Takas Odasının Sağlanması

Futures piyasalarında tarafların akitlerini yerine getirmelerinin garantisi, gelecek borsalarının bir parçası olan takas odalarının sağlanmasıdır. Takas odaları birer şirket kimliğinde kuruluşlardır ve hukuki yapısı bir Anonim Şirket olup, sorumlulukları bilançoları ile sınırlıdır (ABAAN, 2002, s.112).

Futures sözleşmelerinde taraflar birbirlerine karşı değil, piyasanın takas işlemlerini gerçekleştiren takas kurumuna karşı sorumlu oldukları için, karşı tarafın kredi riskiyle uğraşmaları gerekmemektedir. Yani takas odası (clearing house) borsadaki tüm alım satım işlemlerinde karşı taraf rolünü üstlenerek garanti işlevini yerine getirmektedir.



Şekil : 4
Takas Kurumunun İşleyişi

Futures borsalarında tüm sözleşmelerin alım ve satımı takas odalarında yapıldığı için futures sözleşmesinin alıcısı sözleşmeyi borsadan alır ve satıcısı da borsaya satar. Sonuç olarak alıcı ve satıcı birbirini tanımaz. Sözleşmeyi alan tarafın genelde sözleşmeyi satan tarafı tanımamasının mümkün olmadığı kabul edilirse, her iki tarafın da tek bir merkezi muhatap kabul etmesi sistemin işleyişini kolaylaştırır.

Borsada her işlem günü sonunda alıcı ve satıcılar hem satın almış, hem de satmış oldukları tüm gelecek sözleşmelerini takas merkezi ile kapatırlar. Böylece her satılan sözleşmenin bir alıcı tarafı olduğu düşünülürse, takas merkezi günün sonunda sıfır net pozisyona sahip olur. Takas işleminden sonra teslim etme ve teslim alma sorumlulukları takas merkezine geçer. Takas merkezi borsa ile beraber çalışmakla beraber tamamen borsadan bağımsızdır. Yani borsada işlemler gerçekleştirilir ve gerçekleştirilen işlemler takas üyeleri tarafından takas merkezine rapor edilir (BARAN, 2004, s.19).

2234. Gelecek Komisyoncuları ve Seans İşlemcilerinin Gerekliliği

Futures piyasalarında temel kurumlardan biriside gelecek (futures) komisyoncuları (aracılar) ve seans işlemcileridir.

Futures sözleşmesi satın almak veya satmak isteyen kişiler, gelecek komisyoncularında bir hesap açtırmak zorundadırlar. Komisyoncular, aracı veya acente gibi davranarak,

komisyon karşılığında müşterilerin alım satım emirlerini yerine getirirler. Gelecek komisyoncuları, müşterilerinden gerekli teminatları ve paraları almakta, hesapları tutmakta ve raporlamaktadırlar. Komisyoncunun aracılık ücreti bu sözleşmenin tamamlanması durumunda söz konusu olmaktadır. Seans işlemcileri ise, kendi hesaplarına çalışan kişilerdir. Belirlenmiş bir fiyattan gelecek sözleşmesi satın alıp, daha yüksek bir fiyattan satarak kâr elde etmeye çalışırlar. Seans işlemcileri spekülâtör olarak da isimlendirilir (CEYLAN, 1998, s.280 ; CHAMBERS, 1998, s.8).

2235. Teminat Yatırma Gerekliliği

Futures sözleşme aracılığıyla bir pozisyon alan yatırımcı, pozisyon açılırken öncelikle işlem yapılacak kontrat için öngörülen azami günlük fiyat hareket limitine yakın başlangıç teminatını takas odasına yatırmak durumundadır. Bu tutar borsadan borsaya, spekülâtörler ve döviz işlemlerinde ortaya çıkan kur riskinden korunmaya yönelik işlem yapanlar (hedgers) arasında farklılık gösterir. Spekülâtörler daha yüksek teminat öderler (ANGIN, 1998, s.47).

Sistemin güvencesini sağlayan teminat, takas merkezine yatırılması gereken nakit depozit yada güvence parasıdır. Başka bir deyişle, borsada işlem gören herhangi bir varlığa ilişkin vadeli sözleşme bedeli, peşin olarak ödenmez. Belirli bir teminat, yani başlangıç teminatı, işlem değerinin %10 - %20' si gibi yatırılır ve bedelin geri kalan kısmının teslimat tarihinde ödeneceği taahhüt edilir. Güvence parası nakit olarak yatırılacağı gibi bir menkul kıymet de olabilir. Teminatlar piyasadaki günlük fiyat hareketleri karşısında güncelleştirilen ve sürdürme teminatı adı verilen, korunması gereken alt düzeyin altına düşmemelidir.

Futures sözleşmesi fiyatının, yatırımcının aldığı pozisyonun aleyhine gelişmesi durumunda yatırımcının belirlenmiş olan teminat tutarının altında kalması nedeniyle yatırımcıya ek teminat yatırması için çağrı yapılır ki buna teminat tamamlama çağrısı (Margin Call) denir. Fiyat değişimleri neticesinde yatırımcının hesabındaki sürdürme teminatı yada marjini minimum değer altına inerse eksik kısım kadar tamamlanması gerekir ki buna da değişim marjini denir. Tamamlanması gereken bu tutarın mutlaka nakit olarak, 24 saat içinde ödenmesi gerekir. Eğer bu ödeme yapılmazsa futures pozisyon takas

odasınca kapatılır. Teminat sisteminin temel amacı, sözleşme alan yada satan tarafın kur veya faizlerde spot piyasada kendi lehine olan değişmelerden yararlanmak ve futures sözleşmelerinin gereğini yerine getirememek olasılığını ortadan kaldırmak ve böylece sistemi sağlıklı çalıştırmaktır. Teminat kullanılmasının bir başka nedeni de bu piyasaların bir başka önemli özelliği ile ilgilidir. Bu özellik piyasalarda bulunan kaldıraç etkisidir. Kaldıraç etkisi, yatırılan teminat ile alınan pozisyonun parasal değerinin arasındaki farktan kaynaklanmaktadır. Örneğin, New York Değerli Metaller piyasasında işlem gören altın kontratını ele alacak olursak altın kontratı için yatırılması gereken teminat miktarı 1350 dolardır. Bu piyasada işlem gören her kontratın içerdiği 100 onslu altın miktarını ve 1 ons altının 24 Mayıs 2004 tarihindeki piyasa değerinin 382.80 dolar olduğunu göz önüne aldığımızda, kontratın parasal değerinin 38280 dolar olduğunu görürüz. Buda yatırılan her 1350 dolar için aslında 38280 dolarlı bir pozisyon alınabildiği anlamına gelir. Bu verilere göre bu piyasalarda 30 kata yakın kaldıraç etkisinden bahsedilir (BARAN, 2004, s.21-22).

Futures sözleşmesinin yapıldığı tarihten itibaren vade sonuna veya pozisyonun kapatıldığı tarihe kadar, takas merkezi tarafından tesis edilen teminat oranları çerçevesinde, günlük piyasa değişimlerine bağlı olarak sözleşmenin tarafları arasında nakit transferleri gerçekleştirilir (BERKSOY, 2000, s.119).

2236. Pozisyon Alımı İşlemi

Futures piyasalarında pozisyon tutan kişi bu pozisyonu vade sonuna kadar beklemek zorunda değildir. Finansal futures kontratların çok azı teslim tarihine kadar elde tutulur. Zaman içinde aynı tarih ve aynı sayıda (farklı fiyatlı olabilir) futures sözleşmesi üzerinden bir karşıt ticarete giderse pozisyonu kapatmış olur. Bir futures sözleşmesinde alıcı olarak taraf olmuş bir kişi pozisyon kapatmak isterse, aynı sözleşmeden bir tane satarsa pozisyonu kapatılmış olur (TOROSLU, 2000, s.80).

Örneğin, 10 adet Mart T-Bond gelecek sözleşmesi satmış olan bir kişi, bu enstrümanları teslim yükümlülüğünü 10 adet Mart T-Bond almak suretiyle pozisyonu iptal edebilir. Bunun sonucunda elde edeceği Kâr yada zarar, alış ve satış fiyatları arasındaki farka eşit olacaktır. Uygulamada açık pozisyonlar genelde bu şekilde kapatılmaktadır.

Dengeleme, futures sözleşmelerinin sonuçlandırılmasında en çok başvurulan yöntemlerden birisidir. Dengeleme yöntemi, yatırımcı açısından fiziksel teslim oranla daha ucuz bir yöntemdir. Çünkü yatırımcının maliyeti, aracı kuruma ödenen ücret ve komisyonlarla sınırlıdır.

Futures piyasasında bir futures sözleşme satın alan kişi uzun pozisyon (long position) almış sayılır. Eğer yatırımcı ileri bir tarihte elinde şu anda elinde olmayan bir malı yada finansal varlığı satmak üzere pozisyon almışsa buna kısa pozisyon (short position) denir (KOCAMAN, 2004, s.127).

Uzun yada kısa pozisyon olarak açık pozisyon sahibi olan üyenin vadeden önce kısa pozisyon sahibiyse uzun pozisyon olarak, uzun pozisyon sahibiyse kısa pozisyon olarak pozisyonunu kapatmasına ters işlem yoluyla pozisyonun netleştirilmesi denir.

Altına dayalı vadeli işlemler yanında sentetik olarak altın sözleşmeleri kullanarak vadeli döviz işlemi yapmak mümkündür. Bu işleme spread (yayıma) pozisyonu denir (KOCAMAN, 2004, s.132).

2237. Fiyat Değişimi

Futures sözleşmeler, çeşitli haberleşme araçlarıyla gerçekleştirilir ve fiyatlar müşterinin saygınlığına göre belirlenir (CEYLAN, 1998, s.278).

Futures sözleşmelerinde maksimum fiyat değişimi için günlük olarak tespit edilmiş sınırlar vardır. Eğer, bir sözleşme bu sınıra ulaşmışsa, bu sınırın ötesindeki bir başka işleme izin verilmemektedir. Böylece aşırı fiyat artışları engellenmektedir.

Örneğin, London International Financial Futures Exchange'de (LIFFE) sterlin üzerine yapılan gelecek sözleşmelerinde, günlük maksimum fiyat değişimi, sözleşme büyüklüğünün %5'i kadardır. Sözleşme büyüklüğü 25.000 sterlin olduğuna göre, sözleşmenin fiyatı gün içinde en fazla 1.250 dolar (25.000 sterlin x 0.05) artabilir veya azalabilir. 1.250 dolardan daha büyük artış veya azalış olduğunda, o gün için işlemler durdurulur.

224. Futures İşlemlerin Kullanım Amaçları

Futures piyasaları yoluyla tam bir korunma ancak pozisyon açıldığı zamanki değerine göre bazın (futures fiyat ile cari fiyat arasındaki fark) pozisyon kapatımında aynı değerde kalması ile mümkündür. Futures işlemleri, spot piyasa riskini çoğu kez tümüyle ortadan kaldırmaz. Futures piyasasının temel mantığı, spot piyasada gelecekte alım veya satım yapmayı düşünen kişileri, zaman içinde, fiyatlarda meydana gelebilecek değişmelere karşı korumaktır. Ancak, bazın sabit kaldığı nadir durumlar dışında futures işlemleri de tam bir koruma sağlamayabilir (SEVİL, 2001, s.29).

Futures işlemler, tüm türev enstrümanlarda olduğu gibi kişi, kurum yada şirketlerin yaptıkları işlemlerle alakalı olarak piyasalarda karşılaşılabilecekleri risklerden korunmak (hedging) yada kendi içinde risk içeren ekonomik faaliyetlerdeki risk faktörünü olabildiğince en alt düzeye indirmek, spekülasyon ve arbitraj amaçları için kullanılmaktadır.

225. Futures İşlemlerin Çeşitleri

Futures piyasalarında yapılan sözleşmeler döviz futures sözleşmeleri, faiz oranı futures sözleşmeleri, endeks futures sözleşmeleri ve mal futures sözleşmeleri olmak üzere dört temel gruba ayrılmaktadır.

2251. Döviz Futures Sözleşmeleri

Uluslar arası ticarete ve kişilerin ülkeler arası hareketlerinde son yıllarda görülen önemli artışlar uluslar arası döviz piyasalarının gelişmesine neden olmuştur. Özellikle merkezi New York olan bu döviz piyasalarında ihracatçılar, ithalatçılar, bankalar ve seyahat eden kişiler arasında spot veya ileriki tarihli ödemelere dayanan forward ve futures sözleşmeler ile uluslar arası döviz ticareti olanağı doğmaktadır. Döviz ticareti ile uğraşan kişiler dövizde görülen kur değişiklikleri nedeni ile riske maruz kaldıkları gibi önemli miktarda kazançta sağlayabilirler. Bir grup girişimci bu kur dalgalanmaları nedeni ile doğabilecek zarara karşı korunmak isterken başka bir grup da spekülatif kazanç elde etmek ister. Döviz kuru değişiminden doğan mali risk ve spekülasyon amacı ile geliştirilen bir türev ürün de döviz futures sözleşmeleridir (YÜKÇÜ-YÜCEL, 1995, s.4-5).

Döviz futures sözleşmeleri, Chicago Mal Borsası'na (Chicago Merchantile Exchange) bağlı olarak örgütlenen Uluslararası Para Piyasası'nda (International Monetary Market) ilk kez 16 Mayıs 1972 yılında yedi yabancı para cinsine bağlı olarak alınıp satılmaya başlamıştır.

Döviz üzerine futures sözleşmesinin teorik değeri, döviz kurunun spot piyasa fiyatı ile yerli ve yabancı piyasalardaki faiz oranları dikkate alınarak hesaplanır. Bu amaçla kullanılan en temel formül aşağıda gösterilmektedir;

$$V_t = S \times [(1 + r_{YTL}) / (1 + r_{\$})]$$

V_t: Teorik fiyat

S: Spot fiyat

r_{YTL}: Dönemsel TL faiz haddi

r_{\$} : Dönemsel \$ faiz haddi

Döviz futures işlem sözleşmesinin teorik fiyatı, sözleşmeye konu ürünün spot piyasa fiyatı ve yerel paranın faiz oranı arttıkça yükselirken, yabancı ülke parasının faiz oranı arttıkça düşer.

Döviz futures sözleşmeleri bir tarafın ödemek istediği fiyat ve bir tarafın almak istediği fiyat esasına göre belirlenmektedir. Anlaşmanın sağlanmasından sonra sözleşme koşulları taraflarca takas odasına bildirilmektedir (UZUNOĞLU, 2003, s.71).

Döviz futures işlemlerinin istenen miktar ve süre için yapılamaması dolayısıyla bu tür işlemler ithalatçı, ihracatçı ve dış yatırımcı gibi ticari ve mali ihtiyaç sahipleri bakımından çok kullanışlı değildir. Fakat taşıdıkları standart özellikler, bu piyasaları özellikle spekülörler açısından oldukça çekici bir duruma getirir. Gerçekte profesyonel spekülörlerin asıl faaliyette buldukları piyasalar bunlardır. Spekülörler ilgili döviz kurlarıyla ilgili beklentilerine göre bu sözleşmeleri alır veya satarlar. Böylece bir futures sözleşmesi ait olduğu teslim tarihine kadar birçok kez el değiştirir. Futures sözleşmelerinde

tarafından birinin sözleşmenin sonuna kadar bu sözleşmeyi saklayıp sonunda döviz tahsil etmesi sık rastlanan bir durum değildir (SEYİDOĞLU, 2001, s.356).

Döviz futures sözleşmelerde sözleşme satışının gerçekleştirilebileceği belirli borsaların, belirli yabancı paraların standardize edilmiş miktar ve belirlenmiş süre sonunda alınıp satılması taahhüdü gibi bilgiler yer alır. Döviz alıcısına sözleşme süresi sonunda ödeme döviz olarak değil ulusal para cinsinden yapılır.

Döviz futures sözleşmesini bir örnekle açıklayabiliriz (CEYLAN, 1998, s.283);

Örneğin bir yatırımcı, Japon Yeni üzerinden döviz gelecek sözleşmesi satın almak istemektedir. Böylece yatırımcı, Mayıs ayında, vadesi Aralık ayında dolacak olan gelecek sözleşmesini 1 Yen = 0.4342 Cent' ten satın almıştır.

Sözleşmenin toplam değeri; $12.5 \text{ milyon} \times 0.004342 = 54.275 \text{ dolardır}$.

Varsayalım ki, Yen, Dolar karşısında değer kazandı ve bir yen 0.4530 Cent'ten işlem görmeye başladı. Bu durumda yatırımcının döviz futures sözleşmesinin değeri;

$12.5 \text{ milyon} \times 0.004530 = 56.625 \text{ dolar olacaktır}$.

Böylece, sözleşmenin değeri; $56.625 - 54.275 = 2.350 \text{ dolar artış gösterecektir}$.

2252. Faiz Oranı Futures Sözleşmeleri

Faiz futures sözleşmeleri, faiz getiren finansal araçların gelecekte belirlenen bir tarihte, yine önceden belirlenen bir faiz oranı üzerinden takas edilmesi esasına dayanır (BERKSOY, 2000, s.121-122).

Faiz oranına dayalı ilk futures sözleşmesi 20 Ekim 1975 tarihinde, %8 faizli ve doğrudan geçişli GNMA sertifikaları üzerine yazılarak, Chicago Ticaret Kurulu'nda açılan pazarda işlem görmeye başlamıştır (KARACA, 2000, s.92).

Yatırım araçları arasında yer alan devlet tahvili ve bazı sabit getirili menkul kıymetlerin getirilerinde önemli dalgalanmalar görülmektedir. Buna bağlı olarak tahvil, hazine bonusu ve diğer bazı sabit getirili menkul değerlere yatırım yapan yatırımcılar fiyat hareketleri nedeni ile önemli ölçüde risk ile karşılaşmaktadırlar. Faiz oranlarında meydana gelen önemli dalgalanmalar nedeniyle doğacak riskten kaçınılabilmesi için geliştirilmiş yeni finans araçlarından bir tanesi faiz futures sözleşmeleridir. Bir faiz oranı futures sözleşmesi devlet tahvili hazine bonusu gibi sabit getirili bir finansal aracın iki taraf arasında belirlenen fiyattan, ileriki bir tarihten alım veya satımı taahhüdünü içerir. Örneğin, Ocak ayında Mart devlet tahvili alan kimse Mart ayı vadeli bu tahvili satmayı taahhüt etmektedir.

Futures sözleşme yapıldığında herhangi bir teslimat yapılmamaktadır. Futures sözleşmede sözleşmeye konu olan menkul değer karşılığı olan ödeme, üzerinde anlaşılan fiyattan ödeme menkul değer teslim edildiğinde yapılır (YÜKÇÜ-YÜCEL, 1995, s.5).

Futures sözleşmelerde söz konusu olan menkul değer teslimi nadiren görülür. Genellikle futures sözleşmeyi alan veya satan kişi ters bir işlem yapar. Örneğin: Mart ayında teslim edilecek bir tahvil sözleşmesi alan kişi teslim alma tarihinden önce bu sözleşmeyi satar. 1988 yılında en fazla futures alım ve satımın yapıldığı Chicago Board of Trade' de % 1' den daha az miktarda devlet tahvili teslimi yapılmıştır (YÜKÇÜ, 1999, s.1140).

Faiz futures sözleşmelerini, sabit geliri olan menkul kıymet veya finansal araç için düzenlendiklerinden kısa dönem faiz futures sözleşmeleri ve uzun dönem faiz futures sözleşmeleri olarak iki grupta toplayabiliriz.

Hazine bonoları, finansman bonoları, Eurodolar ve Eurosterling teminat sözleşmeleri kısa dönem faiz futures sözleşmelerine konu olan borçlanma araçlarıdır. Uzun vadeli faiz oranı futures sözleşmelere, bir yıldan daha uzun vadeli devlet tahvili ve bonoları gibi finansal araçlar konu olmaktadır. Bu sözleşmeler de para piyasalarında olduğu gibi iskonto esasına göre fiyatlandırılmaktadır.

2253. Endeks Futures Sözleşmeleri

Yatırımcılar için hisse senetlerine yatırım yapmak bu senetlerin fiyatlarının çok dalgalanma gösterme ihtimalinden ötürü her zaman bir risk taşımaktadır. Ekonomik olaylar ve şirketin finansal durumunda ve kârlılığındaki değişiklikler nedeni ile bu dalgalanmalar görülmektedir. Hisse senedi yatırımcıları iyi bir portföy oluşturarak sistematik olmayan veya firmanın spesifik riskine karşı kendilerini koruyabilirler ancak sistematik riskten kendilerini koruyamazlar. Yatırımcı tüm piyasayı etkileyen olaylardan kendisini koruyabilmek için portföyündeki bazı riskli hisse senetlerini satıp, daha az riskli veya piyasadaki değişikliklerden daha az etkilenen hisse senetleri almaya çalışabilir. Ancak bu yöntemler hem yüksek maliyetli hem de izlenen stratejiler ile uyumsuz olabilir. Hisse senetleri ile ilgili riskten korunmak için uygulanan yeni tekniklerden biri endeks futures sözleşmeleridir (YÜKÇÜ-YÜCEL, 1995, s.5).

Endeks futures sözleşmeleri, belirli bir borsa endeksi ile belirlenen hisse senedi portföyünün ileri bir tarihte, fiyatı bugünden belirlenmek koşuluyla alınıp satılmasını öngörür (AKÇAOĞLU, 2002, s.27).

Bir finansal futures sözleşmede sözleşme yapıldığı tarihte bir değişim sözkonusu değildir. Ancak anlaşılan fiyattan ileride bir teslimin yapılması kararlaştırılır. Buna karşın endeks futures sözleşmelerde bir varlığın tesliminden ziyade nakit ödeme veya ters işlem ile kapatma söz konusudur. Bu piyasada teslimin yapılması işlemin pratik olmamasından kaynaklanmaktadır. Sözleşmenin piyasa fiyatı, ilgili borsanın belirlediği sabit bir birimin (100 ile 500 arasında) borsa endeksi ile çarpılması ile bulunur (ÇOBAN, 2001, s.45).

Diğer futures sözleşmelerde olduğu gibi bu piyasada işlem yapanlar kâr veya zarar ederler. Kâr elde edebilmeleri için sözleşmeyi satın aldıkları fiyatın daha üstünde bir fiyattan satmaları gerekmektedir. Endeks futures sözleşmesi satın alanlar futures fiyatları artınca kazanır azalınca zarar ederler (YÜKÇÜ, 1999, s.1142).

Endeks futures sözleşmeleri, belli başlı uluslar arası endekslere dayalı olarak oluşturulur. Standart&Poors 500 (S&P 500), New York Borsası Karma Endeksi (NYSEI, New York Stock Exchange Composite Index), Value Line Karma Endeksi, Majör Market

Endeksi, Finansal Times Endeksi (FT-SE-100), Tokyo Nikkei Endeksi bunlar arasında en fazla işlem gören sözleşmelerdir.

23. Opsiyon İşlemleri

231. Opsiyon İşlemlerinin Tanımı

Fiyatlara karşı bağımsızlık kazanmak, yada riskten arınmak her zaman en iyi çözümü oluşturmayabilmektedir. Değişkenlerin beklenen değerlerindeki sapmalar olumlu olabileceği kadar olumsuzda olabilmekte ve risk bertaraf etmeye çalışıldığında olumsuz sapmalar kadar olumlu sapmalarda ortadan kaldırılabilir. İşte opsiyon olarak adlandırılan finansal araçlar bu olumsuz olabilecek gelişmelerden korunmak ancak olumlu olan gelişmelerden de yararlanabilme olanağı sağlayan yegane finansal araç türüdür. Riskleri ortadan kaldırmakla beraber onları yönetilebilir hale getiren en önemli araçlardır.

Latince bir terim olan opsiyon tercih, seçim anlamına gelmektedir (UZUNOĞLU, 1998, s.73). Opsiyon, belli bir varlığı belli bir fiyattan, sınırlı bir zaman periyodu için satın alma veya satma hakkı olarak tanımlanabilir. Tanımda yer alan ve underlying asset (opsiyonun dayandığı varlık) olarak adlandırılan bu varlık emtia, para (döviz), bono veya hisse senedi olabilmektedir (KONURALP,1999, s.73).

Opsiyon sözleşmesi, bir finansal aracın gelecekte belirlenen bir tarihte veya belirli bir zaman süresi içinde, prim karşılığında, önceden belirlenmiş bir fiyattan satma veya satın alma hakkını veren bir sözleşmedir (AKGÜÇ, 1994, s.724).

232. Opsiyon İşlemlerinin Tarihsel Gelişimi

Opsiyon işlemlerinin Fenikeliler ve Romalılar'a kadar uzanan bir geçmişi vardır. Ünlü bir filozof olan Thales astronomi bilgisine dayanarak bir sonraki ilkbaharda zeytinden iyi ürün alınacağını tahmin etmiş ve hasat mevsiminden önce kış aylarında zeytin presleri için, pres sahipleri ile anlaşma yapmış, bölgesindeki zeytin işleme atölyelerinin kullanım hakkını ucuz fiyattan satın almıştır. Tahminlerinin gerçekleşmesi üzerine zeytin presleri

için yaptığı opsiyon anlaşmalarını devreye sokmuş bunun üzerine o yıl iyi para kazanmıştır.

Opsiyon kontratlarının orta çağda İtalya, Almanya gibi ülkelerde kullanıldığına ilişkin kayıtlara rastlanmaktadır. Opsiyonların geçmişi eski Yunan ve Roma devrine kadar uzansa da, tarihsel gelişimde, 17. yüzyılda Hollanda'daki lale soğanları üzerine yazılan opsiyonlar oldukça önemli bir yer tutmaktadır. Hollanda'da lale alım satımının aşırı popüler olduğu, hatta çılgınlığa ulaştığı dönemde gelecekteki kötü hasat sonucu oluşacak fiyat belirsizliğine karşı, lale üreticileri, lale tüccarları ile opsiyon sözleşmeleri yapmışlardır. Ancak Hollanda'da yaşanan takas problemleri nedeniyle opsiyonlar bir süre için gündemden uzaklaşmıştır. Opsiyon piyasaları, İngiltere'de, 1711 yılında North Sea şirketinin hisseleri üzerine yazılan sözleşmelerle yeniden canlanmaya başlamıştır. Ancak, yine takas sırasında tarafların yükümlülüklerini yerine getirmemeleri nedeniyle opsiyon piyasası zarar görmüş, opsiyon alım-satımı yasadışı ilan edilmiştir.

1973 yılı opsiyon piyasalarının gelişiminde bir dönüm noktası olmuştur. Bu yıl Chicago Ticaret Odası hisse senetleri üzerine yazılı opsiyon alım satımı yapmak üzere Chicago Opsiyon Borsasını açtı. Bu alandaki ilk endeks S&P 100 endeksidir. Chicago Opsiyon Borsası neredeyse anında başarılı oldu. Beş yıl içinde yatırımcılar, günde 10 milyonu aşkın hisseyi satın almak veya satmak için opsiyon alış verişi yaptılar. Çok sayıda borsa da Chicago Opsiyon Borsası örneğini izledi (BREALEY ve diğerleri, 1997, s.670). 1973 öncesinde isteğe uygun biçimde düzenlenen opsiyonlardan satın almak mümkün olmasına rağmen gerçekte, bunları ticari bir enstrüman gibi işleme tabi tutmak mümkün olmamıştır (ERDOĞAN, 1995, s.94). Chicago Opsiyon Borsası'nın (Chicago Board Of Options Exchange-CBOE) 1973 yılında açılmasına dek dünya'da opsiyon ticareti organize olmayan "tezgah üstü" (over the counter) pazarlarda gerçekleşmekteydi. Bu pazarların avantajı aynen forward döviz işlemlerinde olduğu gibi opsiyon koşullarının alıcı ve satıcıların gereksinimlerine göre belirlenmesiydi. Sakıncası ise pazar likiditesinin yetersizliği ve organize bir takas sisteminin yokluğu nedeniyle iflas riskinin yüksekliğiydi.

Chicago Opsiyon Borsası 1989'da faiz opsiyonlarını devreye sokmuştur Bu grupta kısa vadeli Amerikan hazine bonosu ve de uzun vadeli devlet tahvili getirilerine dayalı olmak üzere başlıca iki opsiyon sınıfı söz konusudur.

233. Opsiyon Sözleşmelerinin Temel Özellikleri

Opsiyon sözleşmesi ile taraflardan birine sözleşmedeki haklarını kullanmak veya bu haklarından vazgeçmek seçeneği tanınırken diğer tarafa, hak sahibinin sözleşmedeki haklarını kullanmayı seçmesi durumunda, sözleşmenin gereklerini yerine getirme sorumluluğu yüklenmektedir. Yani, bu tür bir sözleşme ile hak sahibi olan taraf, bir prim ödeyerek seçme hakkını elde etmekte, karşı taraf ise prim karşılığında risk altına girmektedir (AKGÜÇ, 1994, s.724). Opsiyonlarda hakkın kullanılmaması durumunda herhangi bir kayıp söz konusu değildir. Ancak bu hakkın elde edilebilmesi için sözleşmenin yapıldığı anda karşı tarafa prim ödenmesi gerekmektedir.

Opsiyon işlemleri sınırlı kayıp nedeniyle forward ve futures işlemlerden ayrılır. Opsiyonları, forward, futures ve swap gibi diğer türev ürünlerden ayıran en önemli fark, tanınan hakların kullanılıp kullanılmamasıdır. Bu nedenle opsiyon yerine, seçmeli veya tercihli işlem kavramları da kullanılır. Seçimlik bu haklarını beklentileri yönünde kullanan yatırımcılar beklentilerinin gerçekleşmemesi halinde önemli zararlarla karşılaşabilmektedir. Tarihte, Hollanda ve İngiltere ekonomisi bu nedenden dolayı büyük zarar görmüştür. Öyle ki Londra'da bir dönem opsiyon işlemleri yasaklanmıştır (CEYLAN, 1998, s. 219-221).

Finansal piyasalarda gittikçe yaygınlaşan ve her geçen gün daha karmaşık hale gelen opsiyon sözleşmeleri, aslında insanların günlük hayatlarında sık sık karşılaştıkları, fakat çoğu zaman farkında olmadıkları bir olgudur. Örneğin, okuyucusuna gazetesinin ekinde, belli bir ürünü belli bir fiyattan ileride belirlenmiş belli bir tarihe kadar satın almak üzere kupon veren bir gazete, aslında okuyucusuna bir satın alma opsiyonu satmış olmaktadır. Benzer bir örnek, havayolu şirketlerinin (acentelerinin) uygulamalarına ilişkin olarak verilebilir. Örneğin bir havayolu şirketi, yüksek iskontolu uçak bileti (500 dolar) alan, fakat yapacağı seyahate ilişkin planlarının değişeceğinden çekinen ve uçak biletine ödediği paranın iade edilmeyeceğini bilen bir müşterisine, sadece 75 dolar ödemek koşuluyla aldığı uçak biletini son dakikada iptal etme hakkını verebilmektedir. Eğer bu kişi uçak biletini istediği an iptal etmek amacıyla 75 dolar ödeyip bu hakkı satın alırsa bu bugünkü anlamda finansal piyasalardan opsiyon sözleşmesi satın almakla eşdeğer bir nitelik kazanacaktır (YILMAZ, 2000, s.27-28).

Opsiyonlar hisse senedi, borsa endeksi, döviz, faiz ve emtia üzerinden alınıp satılmaktadır. Yani, opsiyonun dayandığı yada yazıldığı varlık finansal bir mal olabileceği gibi finansal bir ürün veya endekste olabilir (ERSAN, 1998, s.94).

Opsiyon sözleşmesinde yer alan unsurlar şunlardır:

İşlem Tarihi:	Opsiyon işleminin yapıldığı tarih
Satıcı:	Opsiyonu satan taraf
Alıcı:	Opsiyonu alan taraf
Opsiyon Tipi:	Call ya da Put
Opsiyon Şekli:	Avrupa veya Amerikan
Baz Döviz:	Kotasyondaki baz para birimi
Karşı Döviz:	Kotasyondaki kote para birimi
Vade Sonu:	Opsiyonun geçerli olduğu son tarih
Opsiyon Primi:	Opsiyonu satan tarafın, alan taraftan tahsil edeceği prim
Prim Ödeme Tarihi:	Primin ödeneceği tarih
Son Kullanım Tarihi:	Vade sonu tarihi
Takas Tarihi:	Opsiyon kullanılır ise takasın gerçekleşeceği tarih

Bir opsiyon sözleşmesinde beş temel faktör vardır. Söz konusu faktörler şunlardır (TOROSLU, 2000, s.105):

- Sözlüşmeye konu olan mal veya finansal aracın belirlenmesi. Başka bir ifadeyle hangi mal veya finansal aracın alım veya satım hakkının söz konusu olduğunun saptanması.
- Kullanım fiyatını, yani sözleşmenin uygulanması halinde mal veya finansal araç için ödenecek fiyatın belirlenmesi.
- Vade tarihinin yani opsiyon sözleşmesinin yerine getirileceği tarihin belirlenmesi.
- Varlık için ödenecek birim fiyatın belirlenmesi.
- Değişimi yapılacak mal veya finansal aracın toplam miktarının belirtilmesidir.

Opsiyonlar genel olarak riskten korunma ve spekülasyon amaçlarıyla kullanılırlar. Kullanım amaçlarına göre opsiyonları kullanan yatırımcılar da farklı tiptedir. Opsiyon piyasalarında üç tip yatırımcı vardır. Bunlar:

- Riskten Korunmak İsteyenler (Hedgers)
- Spekülâtörler
- Arbitrajcılardır.

234. Opsiyon İşlemlerinde Temel Kavramlar

2341. Opsiyon Pozisyonları

Opsiyon satma işlemi genelde opsiyon yazmak olarak tabir edilir. Opsiyonu satın alan tarafa opsiyon alan, opsiyonu satan tarafa ise opsiyonu yazan adı verilir. Opsiyon satıcısı, sözleşmede yazılı olan koşulları yerine getirmekle yükümlü olan kişidir (ALTINTAŞ, 1998, s.154). Opsiyon satıcısının maksimum kârı, kendisine ödenen primle sınırlı olup, zararı teorik olarak sınırsızdır. Opsiyonu satan tarafın pozisyonu açık veya kısa (short), alan tarafın pozisyonu ise uzun (long) olarak tanımlanır (ARIKAN, 2000, s.5).

Opsiyon sözleşmesinde uzun veya kısa pozisyon tutan kişi açık pozisyonudur. Açık pozisyona sahip kişi, sözleşmenin vadesi gelmeden ters bir pozisyon alarak pozisyonunu kapatabilir veya vade sonuna kadar açık pozisyonda kalabilir. Bir yatırımcı, uzun pozisyonuna karşı, aynı opsiyon sözleşmesinde kısa pozisyona girerek veya kısa pozisyonuna karşı, aynı opsiyon sözleşmesinde uzun pozisyona girerek pozisyonunu kapatabilir.

2342. Alım Opsiyonu - Satım Opsiyonu

Alım opsiyonu (call options), sahibine belirli bir tarihte ya da bu tarihten önce belirli bir fiyattan sözleşmeye konu varlığı alma hakkı verir. Bu hakkın karşılığında opsiyon sahibi, satıcıya prim öder (ANGIN, 1999, s.52).

Satım Opsiyonları (put options) ise, opsiyon alıcısına belirli bir miktardaki ürünü belli bir süre içinde başlangıçta belirlenmiş bir fiyat üzerinden satma hakkını verir (ÖZDEMİRCİ, 2000, s.138). Bu hakkı elde edebilmek için alıcı kontratın satıcısına peşin bir prim ödemesinde bulunmaktadır. Opsiyonun uygulanması durumunda satıcı, satın alma veya satma yükümlülüğü altındadır.

Gerek satın alma ve gerekse de satma opsiyonunda işlemin gerçekleşmesini belirleyen alıcıdır. Olası zararını, sağladığı opsiyon primiyle karşılamayı bekleyen satıcı ise, bir bakıma bekleme pozisyonundadır (BERK, 1999, s.415).

2343. Avrupa Opsiyonları ve Amerikan Opsiyonları

Bu ayırıma göre opsiyonlar kullanılabilirlik tarihlerine göre, Avrupa tipi ve Amerikan tipi olmak üzere iki türdür. Opsiyonların Amerikan mı yoksa Avrupa tipi mi olduklarının coğrafi bir anlamı yoktur.

Amerikan tipi opsiyonlarda opsiyon vade içinde herhangi bir tarihte kullanılabilir (PARASIZ, 1994, s.648). Avrupa opsiyonlarının yalnızca vadede kullanılabilirlikleri söz konusudur.

2344. Kârlılık Açısından Opsiyonlar

Opsiyonun kullanılması durumunda ortaya çıkacak kâr yada zarar durumuna göre opsiyonlar kârda, zararda veya başabaş olarak adlandırılmaktadır (DÖNMEZ ve diğerleri, 2002, s.122).

Bir alma opsiyonunda kullanma fiyatının, piyasa fiyatının altında kalması halinde kârda opsiyon (paralı - in the money option), kullanma fiyatının piyasa fiyatına eşit olması halinde başabaş opsiyon (parada - at the money option), kullanma fiyatının piyasa fiyatından büyük olması halinde de zararda opsiyon (parasız - out of the money option) söz konusu olmaktadır (YAYLA-GAGO, 2000, s.3).

Bir opsiyonda işleme konu olan aktif değer kullanım fiyatı ile vade başlangıcından vade sonuna kadar olan süre içinde spot piyasadaki cari fiyatı arasındaki farka kullanım kârı denir. Kârda opsiyon durumunda kullanım kârı pozitif, başa baş opsiyon durumunda kullanım kârı negatiftir (ÖÇAL, 1990, s.161).

2345. Borsada İşlem Gören Opsiyonlar ve Tezgah Üstü Opsiyonlar

Opsiyonların bir kısmı standart özelliklere sahip iken, diğer bir kısmına esneklik hakimdir. Buna göre opsiyon piyasalarını esnek olan ve olmayan şeklinde ikiye ayırmak mümkündür. Bunlardan esnek olanlara tezgahüstü yada banka opsiyonları, esnek olmayanlara ise borsa opsiyonları denir (KAYA, 1998, s.80-81).

Borsada opsiyon sözleşmeleri belli standartlara göre yapılır. Opsiyonların standart miktarları ve özellikleri, önceden belirlenmiş fiyatları ve belli ödeme günleri vardır (YÜKÇÜ-YÜCEL, 1995, s.13). Standardizasyon, piyasada likiditeyi sağlar. Borsa opsiyonlarında fiyatlar halka açık bir şekilde ve yüksek sesle pazarlık yöntemine göre oluşur. Opsiyon borsalarında sistemin güvencesi takas merkezi aracılığıyla sağlanır. Takas merkezi her alım işleminde satan taraf ve her satım işleminde de alan taraf rolünü üstlenerek karşı tarafın riskini üzerine alır. Sözleşmenin vadesi geldiğinde, sözleşme şartlarının yerine getirilmesini alıcıya garanti eder. Opsiyon satan taraf opsiyonu satmakla bir yükümlülük altına girer. Satıcı zararda da olsa yükümlülüğünü yerine getirmek

zorundadır. Takas merkezi, satıcının yükümlülüğünü yerine getirmeme riskini ortadan kaldırmak için bir teminat talep eder. Bu teminata marjın adı verilir ve her gün sonunda satıcının kâr veya zarar durumu yeniden değerlendirilip teminatın arttırılması talep edilir veya bir kısmı iade edilir. Borsada işlem gören (traded) opsiyonların başlıca özellikleri şunlardır:

- Tüm alım-satım işlemleri organize borsalarda, konulan kural ve ilkeler doğrultusunda gerçekleşir.
- Fiyatlar kamuya açık ve gizlilikten uzaktır.
- Kontrat büyüklükleri standarttır.
- Sözleşmede gerçekleştirileceği belirtilen yükümlülüklerin yerine getirilmesi için takas merkezleri mevcuttur.
- Bu opsiyonlar peşin yada spot fiyatların yanı sıra borsalarda işlem gören futures kontratlara da dayanabilmektedirler.
- Yalnızca opsiyonun satıcı yada yazıcısı işlemin yapıldığı borsaya kontrat değerinin borsaca belirlenen bir yüzdesini marj yada teminat olarak yatırmaktadır.
- Opsiyonların vadeleri yada geçerlilik bitimleri standarttır. Örneğin döviz opsiyonlarında Mart, Haziran, Eylül ve Aralık aylarının üçüncü Çarşambaları gibi.

Tezgahüstü (over the counter) opsiyonlar ise aşağıdaki özelliklere sahiptir:

- Bu opsiyonlar borsa dışında banka yada finans kuruluşları ile müşterileri aralarında gerçekleşmektedir.
- Opsiyon primi yalnızca anlaşmadaki taraflarca bilinmektedir. Prim dışında herhangi bir teminat gerekmemektedir

- Opsiyonların kontrat büyüklükleri, uygulama fiyatları ve vadeleri standart olmayıp tümüyle banka ile müşterisi arasında gereksinimler doğrultusunda belirlenmektedir.
- Bu opsiyonların bazıları alıcıya opsiyonu satmış olduğu bankaya vadeden önce uygun bir fiyatla satma olanağı tanımaktadır.

Tablo : 3

Borsada İşlem Gören Opsiyonların ve Tezgah Üstü Opsiyonların Karşılaştırılması

	Borsada işlem gören opsiyonlar	Tezgah üstü opsiyonlar
Alım-satım	İşlemler organize borsalarda ve borsa kuralları doğrultusunda gerçekleştirilir.	İşlemler borsa dışında banka veya finans kuruluşları ile müşterileri arasındadır.
Sözleşme Büyüklükleri	Sözleşme büyüklükleri standarttır.	Banka veya finans kuruluşları ile müşterileri arasında gereksinimler doğrultusunda belirlenir.
Vade	Belli ayların belli günleri olarak standartlaştırılmıştır.	Banka veya finans kuruluşları ile müşterileri arasında gereksinimler doğrultusunda belirlenir.
Prim	Pazarda oluşan fiyattır.	Yalnızca sözleşmenin taraflarınca bilinir.
Teminat	Opsiyon satıcısı yani yazıcısı, işlemin yapıldığı borsaya sözleşme değerinin belli bir yüzdesini teminat olarak yatırır.	Herhangi bir teminat gerekmemektedir.

2346. Vade tarihi (Expiration Date)

Opsiyon hakkının kullanıldığı tarihtir. Vadesi sona eren bir opsiyon için son işlem günü vadenin bitiminden önceki son iş günüdür.

Opsiyonların Ocak, Şubat ve Mart aylarında olmak üzere dönüşümlü vadeleri vardır. Başka bir deyişle belirli bir tarih itibariyle dört farklı opsiyon işleme konulabilir. Örneğin, Ocak ayı vadeli opsiyon Ocak, Nisan, Temmuz, Ekim aylarını kapsamaktadır.

2347. Kullanım Fiyatı (Strike Price, Exercise Price)

Eğer opsiyonu satın alan taraf opsiyonda anlaşılmış olan fiyat üzerinden ürünleri satın almaya karar verirse bu kişi söz konusu opsiyonu kullanmış olur, eğer vazgeçerse opsiyon terk edilir.

Opsiyonun kullanılması durumunda geçerli olacak ve başlangıçta anlaşılmış olan fiyata opsiyonun kullanma fiyatı denir. Borsalarda satılan opsiyonlarda belirli sayıda kullanma fiyatı tercihi verilmektedir ve opsiyon alan taraf bu fiyatlar arasından seçme hakkına sahiptir (EKİCİ, 2000, s.81).

2348. Prim (Opsiyon Fiyatı)

Opsiyonu yazan taraf, opsiyonu satın alan tarafı üzerine opsiyon yazılmış ürünün fiyatındaki olası olumsuz değişikliklere karşı sigorta etmekte ve bu değişikliklerin getireceği tüm zararları kabullenmektedir. Yazıcı bir risk üstlenmiştir. Bu riskin karşılığında opsiyonu satın alan taraftan belli bir ücret talep edecektir. İşte, talep edilen bu ücrete opsiyon primi adı verilir (TÜNAL, 1997, s.67).

Prim karşılığında opsiyon satıcısı belirli yükümlülükler üstlenmektedir. Opsiyon hamili hakkını kullanmaktan vazgeçebilir. Bu durumda sözleşmeyi almak için ödemiş olduğu primi geri alamaz (TÜNAL, 1997, s.67). Opsiyon uygulansın uygulanmasın prim satıcıda kalacaktır. Opsiyon daha fazla kullanıldıkça yani vade tarihi ileriye atıldıkça ödenecek prim artar (PARASIZ-YILDIRIM, 1994, s.349).

Primler borsada peşin olarak ödenirler ve borsada işlem gören opsiyonlarda tek değişkendir. Alınıp satılan hisse sayısı, geçerlilik sonu ve kullanım fiyatı standarttır. Diğer herhangi bir fiyat gibi opsiyonun fiyatı yada primi o opsiyona yönelik arz ve talebe bağlı olacaktır. Yalnız ne var ki opsiyonun vadedeki değeri yazıldığı varlığın fiyatına doğrudan

bağlı olduğu için opsiyonun fiyatlamasının ilgili varlığın fiyatının fonksiyonu olması olasıdır (ERSAN, 1998, s.102).

Opsiyon fiyatlama yöntemleri oldukça matematiksel ve karmaşıktır. Opsiyon fiyatlarının belirlenmesinde temel olarak Black&Scholes ve Cox&Rubinstein modelleri olmak üzere iki temel hesaplama yöntemi kullanılmaktadır. Genel olarak Avrupa tipi opsiyonların fiyatlanmasında Black&Scholes formülü, Amerikan tipi opsiyonların fiyatlanmasında ise Cox&Rubinstein formülü kullanılmaktadır (KARACA, 2000, s.96).

Opsiyon fiyatının hesaplanmasında dikkate alınan kriterler şunlardır (KAYACAN ve diğerleri, 1995, s.37);

- Opsiyon sözleşmesine konu olan mal veya kıymetin spot fiyatı,
- Opsiyon kullanım fiyatı,
- Opsiyon kullanımına kalan zaman,
- Risksiz faiz oranı ve
- Volatilitedir.

2349. Takas Merkezi (Clearing House)

Opsiyon satıcısı ile alıcısı, prim konusunda anlaşdıktan ve alıcı primi satıcıya ödedikten sonra, alıcı ile satıcı arasındaki ilişki sona erer. Bundan sonra alıcı takas merkezi ilişkisi başlar. Takas merkezi bir güvenlik mekanizması olduğundan paranın piyasaya çıkmasını sağlamaktadır. Takas merkezi satın alan ve satan taraflara aracılık yapan, her iki taraf için de riski üstlenen bir merkezdır (CEYLAN, 1998, s.245).

Takas merkezi sistemin güvencesidir ve sözleşmeyi alan taraf için satıcı, satan taraf için alıcı rolünü üstlenir.

23410. Marjin

Opsiyon alıcısı hakkını kullanıp kullanmamakta serbest iken opsiyon satıcısı sattığı sözleşmeden ötürü yükümlülük altına girmektedir. Bu nedenle satıcının sınırsız risk profili ile karşı karşıya olması ve yükümlülüğünü yerine getirememesi durumu söz konusudur.

Fiyatlar opsiyon satıcısının aleyhine değişirse opsiyon satıcısının zararı ve neticesinde yükümlülükten kaçma isteği de artar. Takas merkezi böylesi durumlara önlem olarak opsiyon satıcısından marjin denilen bir miktar teminat ister. Primi peşin ödeyen alıcının, zaten opsiyonun işleme konulması da keyfiyetiyle olduğu için ayrıca marjin yatırması gerekmez ve anlamsızdır (KAYA, 1998, s.81).

Bir yatırımcının opsiyon yazabilmesi için marj hesabında parasının olması gerekmektedir. Marjin büyüklüğü duruma göre değişebilmektedir..

23411. Opsiyon Alım-Satım Süreci

Opsiyon ticareti pek çok açıdan futures işlemlere benzemektedir. Borsada alım-satım yapabilmek için üye olmak, teknik deyişle koltuk sahibi olmak gerekmektedir.

Borsa seanslarında işlem yapan işlemci türleri, pazarı belirleyiciler (market makers), seans broker'ları (floor broker) ve emir defter yetkilisi (The Order Book Official) olmak üzere üç türdür.

Pazarı belirleyiciler, borsaca talep edildiği zaman belli bir opsiyon için alış ve satış fiyatı kote eden kişi yada kurumdur. Alış fiyatı pazar belirleyicilerinin opsiyonu satın almaya, satış fiyatı satmaya razı olduğu fiyattır. Pazar belirleyiciler yalnızca kendi hesaplarına çalışırlar. Varlıklarını sürdürebilmek için ucuz fiyattan alıp pahalıya satarak kâr elde etmeye çalışırlar (CHAMBERS, 1998, s.69).

Seans brokeri, müşteri emirlerini seans salonunda yerine getirenlerdir. Yatırımcı bir opsiyonu satın alma yada satma amacıyla seans brokeri ile temasa geçmekte buda söz konusu emri borsa seans odasındaki broker'e aktarmaktadır. Seans brokerleri ya salondaki

diğer brokerler yada pazarı belirleyiciler ile alım-satım yapmakta ve komisyon bazlı yada ücret karşılığı çalışmaktadırlar.

Birçok borsada seans brokeri kendisine gelen limitli müşteri talimatını emir defter yetkilisi yada tahta brokeri adı verilen bir yetkiliye iletir. Bir emir defteri yetkilisi borsada çalışan resmi bir kişidir. Bu kişi söz konusu emri diğer limitli emirler ile birlikte bilgisayara girer. Buda söz konusu limite ulaşılnca emrin yerine getirilmesini olanaklı kılar. Bir limitli emir, alış için ödenebilecek en yüksek fiyatı ve satış için kabul edilebilecek en düşük fiyatı içermektedir (CHAMBERS, 1998, s.70).

23412. Opsiyon Sözleşmelerinin Kapatılması

Opsiyon sözleşmesi vade sonunda söz konusu kıymetin tesliminin gerçekleşmesi ile son bulabilir. Bu yöntemte teslim yada nakit ödeyerek hesabın kapatılması denir. Nakit ödeyerek hesabın kapatılması yöntemine göre taraflar birbirlerinin kayıplarını giderecek şekilde ödeme yapmak suretiyle de sözleşmeyi kapatabilirler.

Opsiyon sözleşmesi yapan kişi aynı kıymet için ters pozisyon alarak takas merkezine karşı sorumluluğundan kurtulur. Bu durum, opsiyon sözleşmesinin kapatılmasında offset yada ters işlem yöntemi olarak adlandırılır (ARIKAN, 2000, s.70-71). Ayrıca opsiyon sözleşmesinin tarafları aralarında anlaşmak suretiyle de sözleşmeyi iptal edebilirler

235. Opsiyon Sözleşmesinin Yararları

Opsiyon sözleşmelerinin bir türevsel finansal varlık olarak yararları, risk aktarma (riskten kaçınma-hedge), kaldıraç etkisi, likidite, esneklik, kâr sağlama olarak sıralanabilir.

Riske karşı korunmayla özellikle açık pozisyonda olanlar, belirli alanlarda varlıkları ile yükümlülükleri arasında denge bulunmayan kişi ve kuruluşlar, fiyatlardaki olası gelişmelere karşı kendilerini korumak veya riskten kaçınmak (hedge) için opsiyon sözleşmelerini bir araç olarak kullanmaktadırlar. Böylece istenmeyen riskleri, diğer kişi ve kuruluşlara aktarmak, yaymak olanağını elde etmektedirler.

Kaldıraç etkisiyle bir kişi veya kuruluş, opsiyon satın almakla, doğrudan varlık almaya karşı çok daha fazla varlığı kontrol etme olanağını elde etmektedir. Opsiyon alış fiyatı (prim) söz konusu varlığın fiyatından çok daha düşük olduğundan, opsiyon satın almakla belirli bir sermaye ile çok fazla varlığı kontrol edebilmektedir. Burada kaldıraç terimi, yatırımcının veya spekülâtörün az bir sermaye yatırımı ile kontrol ettiği varlık tutarının yüksek olduğu anlamında kullanılmaktadır.

Standardize edilmiş, tekdüze hale getirilmiş opsiyonlar borsa ürünü olarak işlem görebilir. Kişi ve kuruluşlar, bekleyişlerine, piyasa koşullarını değerlendirmelerine göre, kısa veya uzun pozisyon alabilirler. Piyasadaki değişmelere, değişen koşullara göre, hızlı karar alabilirler, bu tür türevsel menkul değerlerini ellerinden çıkarabilirler. Bu olanaklar esneklik sağlar.

İstenilen anda borsada işlem yapabilme, alınıp satılabilme, likiditeyi arttırır, piyasayı derinleştirir. Yüksek tutarlarda sözleşmeler dahi istenildiği anda piyasa fiyatlarını büyük ölçüde etkilemeksizin alınıp satılabilir.

Opsiyon almanın hak sahibi açısından en büyük yararı, sınırlı bir riskle, yüksek finansal kaldıraçtan yararlanma ve dolayısıyla teorik olarak sınırsız kâr olasılığı elde etmektir. Opsiyon sözleşmesi satın alanın riski veya uğrayabileceği zarar ise ödediği prim ile sınırlıdır. Opsiyon satıcısının ise kârı aldığı primle sınırlı olduğu halde, teorik olarak zararı sınırsız olabilir. Bu tür sözleşmelerde risk esas itibariyle opsiyon sözleşmesi satıcıları üzerindedir. Ancak opsiyon satıcıları da, çeşitli opsiyon stratejileri ile bu riski azaltabilirler.

Vadeli işlemler bağlayıcı olduğu halde, opsiyon sözleşmeleri alıcılar (hak sahibi) açısından bağlayıcı değildir. Vadeli işlemlerde anlaşmanın yapıldığı tarihte belirlenen fiyattan alım ve satım işleminin yapılması zorunludur. Opsiyon sözleşmelerinde ise alıcı açısından bu tür bir sorumluluk yoktur. Bu nedenle daha esnek ve kâr sağlama olasılığı daha yüksek bir tekniktir.

236. Opsiyon Sözleşmesi Çeşitleri

Opsiyon sözleşmeleri genel olarak beş çeşittir. Bunlar:

- Hisse senedi opsiyonları
- Hisse senedi endeksi opsiyonları
- Döviz opsiyonları
- Faiz opsiyonları ve
- Futures (Vadeli işlem sözleşmesi) üzerine opsiyonlardır.

2.3.6.1. Döviz Opsiyonları

Döviz opsiyonları, alıcı ve satıcı arasında yapılan kontrat gereği, opsiyon alıcısına bir dövizdi diğer bir döviz karşılığında belirli bir süre içinde önceden belirlenen bir fiyat üzerinden alma veya satma hakkı veren döviz işlemleridir (AKKUM, 2000, s.47).

Döviz opsiyonları, vadeli işlemlere oranla daha esnek olan, alım satım yükümlülüğü yerine, alım satım hakkı tanıyan işlemlerdir. Vadeli sözleşmede tarafların alıcı ve satıcı olarak belirli yükümlülüklerine karşılık, satım opsiyonu alıcısı, dövizin değeri kazanması halinde, opsiyonunu kullanmama ve elindeki dövizleri daha uygun fiyatlarla satma olanağına sahiptir (CEYLAN, 1998, s.248).

Dünyada döviz opsiyonları, borsa dışı piyasalarda (over the counter-tezgahüstü piyasalar) ve borsalarda işlem görmektedir.

Opsiyonlar ilk olarak borsa dışı piyasalarda ortaya çıkmışlardır. Büyük ve küçük firma yöneticilerinin döviz riskine karşı korunma amacıyla opsiyon alıp sattıkları bir piyasadır. Temelde bir telefon piyasasıdır ve bu opsiyonlar bankalar tarafından sunulmaktadır. Borsalarda gerçekleşen satandart özellikli opsiyonlara kıyasla bu tür opsiyonlar alıcılara

esneklik sağlamakla beraber bu nedenle borsalardaki opsiyonlara kıyasla daha pahalıdırlar. Takas merkezi sistemi olmadığı için kredi riski opsiyonu satın alan taraf tarafından göz önüne alınmalı ve opsiyonu satan bankanın kontratın şartlarının gerektiğinde yerine getirip getiremeyeceği dikkatle tartılmalıdır. Kredi riski nedeniyle bankalar kişilerin opsiyon yazmalarına sıcak bakmazlar. Bu piyasada opsiyonların büyüklüğü ve şartları tarafların ihtiyaçları doğrultusunda şekillendirilebilmektedir. Borsa dışı piyasalarda piyasası en az 12 aya kadar likittir. Ancak 18 ay ila 3 yıl vadeli opsiyonlara kotasyon almak mümkündür. Borsalarda işlem gören kontratlar tezgah üstü piyasalara giremeyen yatırımcılar için cazip olmaktadır. Kişisel yatırımcıların yanısıra, bankalar ve şirketlerde borsalarda geniş çaplı işlemlerde bulunmaktadır. Çünkü borsalarda işlem yapmak, opsiyona taraf olan müşteri veya diğer bankadan doğabilecek riski gidermek için var olan birkaç alternatif yoldan biridir. Bu tür borsalarda, futures piyasalarda olduğu gibi yabancı para kontratlarının tutarları, büyüklükleri, vadeleri, işlem tarihleri ve para türleri standartlaştırılmıştır (CHAMBERS, 1998, s.85-86).

Döviz opsiyonları, finansal risk yönetiminde en fazla kullanılan araçların başında gelmektedir. Özellikle bankalar, ihracatçılar, ithalatçılar ve dış müteahhitler uluslararası alanda bu tekniği yoğun bir biçimde kullanmaktadırlar

2362. Faiz Opsiyonları

Faiz opsiyonları, faiz taşıyan menkul değerlere dayalı olarak yapılırlar. Faiz alım opsiyonlarında (call options) sözleşmede yazan oran üzerinden borç alma hakkı elde edilmektedir. Satım opsiyonlarında ise sözleşmeyi elinde tutan taraf tasarrufunu sabit bir minimum oranda değerlendirme imkanını garantilemektedir (DÖNMEZ ve diğerleri, 2002, s.127).

Faiz opsiyonlarının temel özelliği, piyasa katılımcılarına lehte oluşabilecek faiz değişimlerinden yararlanma olanağı sağlarken, zarar riskini ödenen bir prim ile sınırlamasıdır (UZUNOĞLU, 2003, s109).

Faiz opsiyonları, döviz opsiyonlarında olduğu gibi borsada alınıp satılabildikleri gibi (exchange traded) borsa dışında da (over the counter) işlem görmektedirler. Özellikle

tezgah üstü olarak adlandırılan bu sonuncusu son yıllarda çok çarpıcı bir gelişim göstermiştir. Faiz opsiyonları efektif kamu borçlanma araçlarına ilişkin olabilecekleri gibi bu araçlara dayalı futures kontratlara ilişkin olarak da yazılabilmektedir.

Faiz opsiyonlarında opsiyon sahibi satın alma yada satma hakkını yalnızca vadede kullanabilmektedir. Bu nedenle faiz opsiyonları Avrupa tipidir ve vadeden önce uygulanamamaktadırlar. Bu erken uygulama riskini ortadan kaldırmakta ve yatırım kararlarını kolaylaştırmaktadır.

Faiz opsiyonları ile hisse senedi ve endeks opsiyonları arasındaki temel fark bu opsiyonların değerinin hazine bonusu, senedi ve devlet tahvili adedine değil, faiz oranlarına dayanmasıdır. Hisse senedi opsiyonlarında ise opsiyon belirli bir hisse senedine dayanmaktadır.

Faiz opsiyonları nakden kapatılırlar. Uygulanmaları halinde herhangi bir hazine menkul değerine sahip olma, söz konusu varlıkları teslim etme yükümlülüğü yoktur. Faiz opsiyonlarında hisse senedi ve endeks opsiyonlarında olduğu gibi \$100'lık çarpan kullanılmaktadır.

Faiz opsiyon kontratlarının değerleri Hazine kağıtlarının (13 haftalık Hazine Bonusu, 5 yıllık Hazine Senedi ve 30 yıllık Devlet Tahvili) verimlerinin faizlerinin 10 ile çarpımı ile bulunmaktadır. Örneğin 13 haftalık yıllık yüzde 3.5 verimli bir hazine bonusunun kısa vadeli faizlere dayalı opsiyon değeri 35.00'tir. 30 yıl vadeli yüzde 6.25 verimli bir devlet tahviline dayalı opsiyon değeri ise 62.50'dir.

Faiz opsiyonları diğer opsiyonlar gibi değişkenlik, vadeye kalan süre, ilgili varlığın fiyatı v.b. etmenlerden etkilenmektedir. Bu opsiyonlar gelecekteki bir tarihte kapatılacakları için yatırımcının geliri konusundaki beklentilerini biçimlendirilmesi gerekmektedir.

2363. Hisse Senedi Opsiyonları

Hisse senedi opsiyonları sahiplerine belirli bir hisse senedini önceden belirlenmiş bir fiyattan, belirli bir süre içinde satın alma veya satma hakkı veren sözleşmelerdir.

Hisse senedi opsiyonlarının hisse senetlerini ihraç etmiş işletmelerle hiçbir ilgisi yoktur. Bunlar, söz konusu işletmelerin hisse senetlerinin değerleri üzerine girilmiş birer bahis olarak da görülebilir. Hisse senedi opsiyonunun, opsiyona konu olan hisse senedinin işletme ünvanı, tertibi, küpürü gibi bilgilerini taşıması gerekir. Hisse senedi üzerine alım opsiyon sözleşmesi almayı düşünen yatırımcıların beklentileri opsiyona konu olan hisse senedi fiyatının yükseleceği yönündedir. Beklentileri gerçekleştiği takdirde hisse senedini daha düşük fiyattan alma imkanı olacaktır. Hisse sendi üzerine alım opsiyonu yazan yatırımcılar da hisse senedinin fiyatının ileride düşeceğini, dolayısıyla, vade sonunda opsiyonun kullanılmayacağını tahmin etmektedirler. Opsiyonu yazdıkları için elde ettikleri prim kadar kâr etmeyi planlamaktadırlar. Hisse senedi satım opsiyonlarında beklentiler alım opsiyonun tersinedir (DÖNMEZ ve diğerleri, 2002, s.126-127).

Standartlaştırılmış hisse senedi opsiyonları nama yazılı hisse senetlerini kapsar. Ancak bazı ülkelerde nama olmayan hisse senetleri içinde bu işlemler söz konusu olabilmektedir. Bunun için nama olmayan hisse senetlerinin menkul kıymet borsaları aracılığıyla işlem görmesi ve kote edilmesi şartı aranmaktadır. Her standartlaştırılmış opsiyon genel olarak temel hisse senedinin 100 payını kapsar. Uygulama fiyatı prim gibi hisse senedi başına (ayarlanmamak kaydıyla) dolar olarak belirtilir (UYANIK, 1997, s.87).

2364. Hisse Senedi Endeksi Opsiyonları

Endeks opsiyonları borsalardaki genel fiyat hareketlerinden yararlanmayı amaçlayan bir opsiyon türüdür. Bu opsiyonlar alıcısına belirli bir borsa endeksini belirli bir fiyattan satın alma yada satma olanağı vermektedir. Endeks opsiyonları nakdi endekse dayalı olabileceği gibi borsa endeks futures kontratlarına ilişkin opsiyonlar da yazılabilmektedir. Hisse senedi endeksi opsiyonları temelde hisse senedi üzerine yazılan opsiyonlara benzemekle beraber endeks opsiyonlarının bazı farklılıkları söz konusudur. Endeks, hisse senetlerinden oluşan bir portföyü temsil ettiği için endeks üzerine yazılan opsiyonlarda tek

bir hisse senedi değil bir grup hisse senedi olduğu varsayılır. Hisse senedi opsiyonları kullanılmak istendiğinde fiziki teslimat geçerli iken endeks opsiyonlarında endekste yer alan hisse senetlerinin teslimatı çeşitli güçlüklerle yol açtığından çoğunlukla nakit uzlaşma yöntemi izlenmektedir. Nakit uzlaşma fiziki teslimata göre daha zahmetsiz bir yöntem olduğu için endeks opsiyonları tek tek hisse senetleri üzerine yazılan opsiyonlara göre daha popüler bir finansal araç haline gelmiştir (DÖNMEZ ve diğerleri, 2002, s.126).

S&P 100 Endeks Opsiyonları, endeks opsiyonları arasında en çok işlem gören opsiyondur. Standart&Poor 100 hissesine dayanan ve Chicago Ticaret Odası bünyesindeki opsiyon borsasında (CBOE) işlem gören söz konusu opsiyon herhangi bir diğer endeks opsiyonundan altı kat daha fazla işlem görme gibi bir özelliğine sahiptir.

S&P endeks opsiyonları pek çok bakımdan hisse senedi opsiyonlarına benzerler. Yine de aralarında bazı farklılıklar söz konusudur. Hisse senedi opsiyon fiyatları yazıldıkları hisse senedi fiyatı ile birlikte yükselir ve düşerler. Endeks opsiyon satın alma (call) ve satma (put) fiyatları S&P 100 endeksinin değeri ile artar veya azalır. Endeks çıkarsa, call opsiyon fiyatları yükselir, put fiyatları düşer. Endeksin düşmesi durumunda ise, call opsiyon fiyatları düşer, put fiyatları yükselir. Nakdi dengeleme ya da mutabakat (cash settlement) her iki opsiyon arasındaki temel farkı oluşturmaktadır.

2365. Futures (Vadeli işlem sözleşmesi) Üzerine Opsiyonlar

Futures üzerine opsiyonlar ilk defa 1982 yılında finansal enstrüman olarak kullanılmaya başlanmıştır. Burada, opsiyon sözleşmesine konu olan varlık gelecek sözleşmesidir (futures contract). Başta ABD, İngiltere ve Kanada olmak üzere gelişmiş birçok opsiyon borsalarında değişik emtialar ve tarım ürünleri üzerine opsiyonlar yazılmaktadır.

Futures üzerine opsiyonlar sahibine belirli bir süre içinde belirli bir futures sözleşmesini, belirli bir fiyattan alma veya satma hakkı tanıyan fakat yükümlülük vermeyen finansal araçtır. Buna göre opsiyon sahibi eğer opsiyonu kullanırsa bu durumda kendisine, vadesine belli bir süre kalmış olan bir futures kontratı verilecektir. Bu opsiyonlar tamamen borsa opsiyonu olma özelliği taşır (BERKSOY, 2000, s.129).

Futures sözleşmesine yatırım yapan yatırımcı sınırlı bir riskle (ödediği prim kadar) büyük kârlar elde etme şansına sahiptir. Başka bir ifadeyle, opsiyon sahibinin gerçek amacı opsiyona konu olan futures anlaşmasını satın almak veya satmak değil, futures anlaşmasının piyasa fiyatında meydana gelecek değişimlerden yararlanmak suretiyle spekülatif kâr elde etmektir.

Futures sözleşmeleri üzerine yapılan opsiyon işlemlerinin büyük bir çoğunluğu Amerikan tipindedir. Futures sözleşmesi opsiyonu normal opsiyonlarda olduğu gibi satın alma (call) ve satma (put) olmak üzere iki türdür. Call futures opsiyonunun uygulanması durumunda alıcı opsiyonun yazıldığı futures kontratta uzun pozisyona geçmekte, buna ek olarak da cari futures ve kullanım fiyatı arasındaki farkı nakdi olarak tahsil etmektedir. Put futures opsiyonunun uygulanması halinde ise alıcı futures kontratta kısa pozisyona ve de kullanım ile cari futures fiyatları arasındaki fark kadar nakde sahip olmaktadır. Ayrıca, futures sözleşmeleri üzerine yapılan opsiyonların fiyat değişimleri normal opsiyonlara göre daha fazladır. Dolayısıyla, futures sözleşmeleri üzerine yapılan opsiyon yatırımları daha fazla risk taşımaktadır. ABD’de ve Kanada’da gelecek sözleşmeleriyle ilgili 25’in üzerinde değişik opsiyon işlemi yapılmaktadır. Bunlar finansal varlıklar olacağı gibi (tahvil,hazine bonosu) yabancı paralar üzerine de yapılmaktadır (eurodollar, İsviçre frangı, İngiliz poundu gibi). ayrıca, bazı gelecek piyasalardaki değerli metaller (altın, gümüş) ve tarım ürünleri (mısır, soya fasulyesi) üzerine opsiyon işlemleri yapılmaktadır (http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcumal1.doc#_Toc69314778, 25.11.2005).

Gelecek piyasaları üzerine yapılan opsiyonlarda yatırımcı futures piyasadaki fiyatları veri alacaktır. Çünkü, futures piyasadaki fiyatlar üreticiye, dağıtıcıya ve bu ürünleri kullanacak olanlarla değerli bilgiler sağlamaktadır. Ayrıca, yatırımcılar futures piyasalardaki fiyat değişimlerini uzun bir süre yakından izledikleri zaman en iyi yatırım zamanının tespitinde isabetli kararlar verebileceklerdir. Uygulama alanında yapılan gözlemler spot fiyatların değişimi ile futures fiyatların değişimi arasında yüksek korelasyonun var olduğunu ortaya koymaktadır. Spot ve futures fiyatları ürünle ilgili arz,talep ve maliyet değişimleri gibi faktörler tarafından belirlenmektedir. Ayrıca, faiz oranları ve ürünün depolanma maliyeti, fiyatı belirleyen faktörler arasındadır. Eğer, futures piyasada işlem gören bir tarım ürünüyse, genellikle ürünün hasat edildiği sezon sözkonusu ürünün spot piyasadaki fiyatının düşmesine neden olmaktadır. Futures piyasada işlem

gören bir emtianın veya menkul kıymetin opsiyon sözleşmesine konu olması dolayısıyla futures piyasada değişik nedenlerle etkilenen fiyatlar doğrudan opsiyonun değerini de etkilemektedir (http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma11.doc#_Toc69314778, 25.11.2005).

Futures opsiyonları hem finansal hem de emtia futures kontratları üzerine yazılabilmektedirler. Bu tür opsiyonların vadeleri genelde yazıldıkları futures kontratların en erken teslim tarihlerinden bir kaç gün öncedir.

24. Swap İşlemleri

241. Swap İşlemlerinin Tanımı

İngilizce kökenli olan swap kelimesinin Türkçe karşılığı değiştirme, değiş-tokuş, takas, trampa etmek, bir şeyi bir şeyle takas etmektir.

Swap piyasaları özellikle futures ve opsiyon işlemlerinin kendine özgü sınırlamalarından kurtulmak amacıyla ortaya çıkmıştır. Her ne kadar swap piyasalarının da kendine has bazı sınırlamaları varsa da tarafların spesifik ihtiyaçlarına göre yapılabilmektedirler.

Swap işlemi, iki tarafın farklı karaktere sahip iki nakit akışını önceden belirlenen gelecekteki bir tarihte yine önceden belirlenmiş esas ve kurallar çerçevesinde karşılıklı olarak değiştirdiği, içinde hem forward hem de spot işlemlerin yer aldığı, farklı piyasalardaki uygun fonlara erişebilme, bu fonların en uygun koşullarda kullanımı sağlama, riski azaltma ve sabit faizli bir fonu değişken faizli bir fonla değiştirme imkanı sunan ve finansal yönetimde sıkça kullanılan esnek bir tekniktir.

Varlıkların alınıp satıldığı piyasalar yıllardır faaliyet göstermekle beraber, swaplar yükümlülüklerinde alınıp satılmasına olanak veren yani borçların değiş tokuşuna izin veren piyasalar yaratmıştır.

Swap sözleşmeler çoğunlukla bir spot ve bir forward işlemin aynı anda yapılması ile gerçekleşir. Ancak bir swap işlemi vadeleri farklı iki forward işlemi de içerebilmektedir. Bu tür swap işlemlerine swap-swap veya forward against forward adı verilir. Bu tür swap işlemlerinde iki vadeli işlem söz konusu olmakla birlikte iki işlemin vadeleri farklıdır. Örneğin, satma sözleşmesinin vadesi 3 hafta, alım sözleşmesinin vadesi ise 3 aydır. Swap işlemi yapılmış olduğu taraflara göre de ikiye ayrılır. Spot ve vadeli işlem iki ayrı tarafla yapılmışsa buna engineered swap transaction, hem alım hem satım işleminin aynı tarafla yapılmasına ise pure swap adı verilir (VURAL, 1998, s. 35).

242. Swap İşlemleri Tarihi Gelişimi

İlk swap sözleşmesi 16. yüzyılda Genoese Banker'inin Antwerp para piyasası yoluyla İspanya'ya altın vermesi ve karşılığında gümüş alınmasıyla ortaya çıkmıştır. Daha sonraları Birinci Dünya Savaşından sonra Macaristan, Avusturya ve Çekoslovakya arasında özellikle döviz gereksinimini karşılamak üzere kullanılmıştır. Bu dönemde 1923 yılında Avusturya Merkez Bankası tarafından spot piyasada İngiliz Sterlini karşısında Avusturya Şilini satılıp, vadeli piyasada geri satın alınmıştır.

Firmalar arasında ve firmalar ve bankalar arasında swap tekniğinin kullanımı 1950'lerden sonra ortaya çıkmıştır. İkinci Dünya Savaşından sonra döviz kurlarının aşırı dalgalanması ve bazı ülkelerin döviz sıkıntısı çekmesi nedeniyle, 1962 yılında Federal Reserve Bank ile bazı Avrupa ülkelerinin Merkez Bankaları arasında swap anlaşmaları yapılmıştır.

Para swapı ilk olarak 1970'li yıllarda İngiltere'de ortaya çıkmıştır. Ancak bu piyasalardaki asıl gelişme Dünya Bankası'nın etkisiyle olmuştur. Dünya Bankası Alman Markı ve İsviçre Frangı başta olmak üzere, bu para birimlerinden kredi verebilmek için düşük faizle borçlanmak istiyordu. Bu sebepten ötürü Dünya Bankası önceleri direkt olarak bu piyasalardan borçlandı. Ancak banka bu piyasaların sağlayabileceğinden daha fazla fona ihtiyaç duymaktaydı. Diğer taraftan bankanın dolar piyasasından daha ucuza fon sağlama olanağı da mevcuttu. İşte Avrupa piyasalarının da Dolara olan ihtiyacı swap piyasalarının gelişimi için gerekli olan koşulları sağlamış oldu. Swap işlemlerinin kullanımını ve gelişimini hızlandıran bir diğer işlem 1982'de Dünya Bankası ile IBM

arasında yapılan swap işlemidir. Bu işlemde banka Alman Markı ve İsviçre Frangı kaynak bulmak istemiş ancak çok iyi tanındığı Amerikan piyasasından Dolar borçlanmış ve borçlandığı bu Dolarları IBM'e vererek IBM'in çıkardığı Alman Markı ve İsviçre Frangı Tahvillerden gelen parayı almıştır. Bu uygulama faiz swap'ının gelişimine çok büyük katkıda bulunmuştur. İlk resmi olmayan faiz swap işlemi 1981 yılında bir para swap'ının içinde gerçekleşmiştir. Bu swap işleminden sonra ilk resmi faiz swap işlemi Deutsche Bank Luxembourg ile Merrill Lynch and Credit Suisse First Boston arasında yapılmış ve Deutsche Bank tarafından sabit faizli Euro-tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir. Bütün bu gelişmeler sonucunda faiz swap'ı, swap finansman tekniğini daha da basitleştirerek, swap arbitrajını ortaya çıkarmıştır. Bu gelişmelerden sonra swap piyasası, 1987'de Uluslararası Swap Aracıları Birliği'nin (International Swap Dealers Association- ISDA) kurulmasıyla yeni bir biçim almıştır. Swap birliğinin kurulmasıyla birlikte, swap işlemleri standart hale getirilerek, standart belgeler kullanılmaya başlanmıştır. (CEYLAN,1998,s.173-174).

243. Swap İşlemlerinin Temel Özellikleri

Swap işlemlerinde, sabit oranlı faiz ödemeleri, değişken oranlı faiz ödemeleri ile, dolar cinsinden ödemeler diğer para birimleriyle olan ödemelerle yada bir endeksin fiyatına bağlı olan ödemeler başka bir endeksin fiyatına bağlı ödemeler ile değiştirilir (UYANIK, 1997, s.88). Bu nedenle, swap iki taraf arasında yapılan faiz veya anapara ödemelerinin koşullarını önceden belirleyerek değişimi sağlayan bir sözleşme olarak tanımlanabilir.

Swap işleminin özü, alacakların bulunduğu finansal piyasadaki konumuna dayanarak bir tarafın diğer tarafa sağladığı görece üstünlüğün arbitraj amacıyla değiştirilmesidir. Böylece finansal piyasadaki konumu nedeniyle görece maliyet üstünlüğüne sahip olan işletme swap sözleşmesi ile diğer işletmenin bu üstünlüğe ulaşabilmesine olanak sağlamaktadır.

Swap işlemi temelde, farklı kuruluşların farklı mali piyasalardaki değişik kredi değerliliğine bağlı olarak farklı kredi şartları ile karşı karşıya kalmaları ve bu farklılıklardan swap işlemine taraf olanların yararına olacak şekilde istifade etmek için başvurulan bir finansal yöntemdir (http://www.yaklasim.com/mevzuat/dergir/read_frame_.asp?file_name=2.002.012.910.htm, 09.10.2005).

Swap işlemi için yapılan sözleşmelerde genellikle bir miktar nakit ödenir. Swap işlemleri farklı para birimleri üzerine düzenlenebilir. En fazla Amerikan Doları, İngiliz Sterlini, Euro, Avustralya Doları, İsviçre Frangı ve Japon Yeni kullanılmaktadır.

Futures ve opsiyonlar gibi, swaplar da türev varlıklar arasında yer alır. Tarafların ilk başta yapmış oldukları orta veya uzun vadeli iki ayrı kredi sözleşmesi vardır. Bu ilk kredi sözleşmelerinin yapılmasında taraflar kredi itibarlarını kullanarak, yada piyasalardaki rekabet eksikliklerinden yararlanarak olabilen en düşük faizle borç sözleşmesi yapmaya çalışırlar. Ama gerçekte en uygun koşullarla sağlamış olsalar bile bu krediler, borcun bağlı olduğu para cinsi açısından veya faiz yapısı bakımından, diğer bir deyişle faiz ödemelerinin sabit veya değişken oranlı olması yönünden tarafların istedikleri türde değildir. Oysa mali piyasaların küreselleştiği ve swapların yaygınlaştığı bir dünyada bunun fazla bir önemi yoktur. Önemli olan göreceli olarak uygun koşullarda bir kredi elde edilmesidir. Çünkü, daha sonra yapılacak swap düzenlemeleriyle taraflar, aldıkları borcun geri ödemelerini hem tercih ettikleri ulusal para cinsi veya faiz ödeme yöntemine göre yapabilir, hem de bu borçlanma türünü, ilk krediyi doğrudan kendilerinin sağlamaları durumuna göre daha düşük maliyetle gerçekleştirebilirler (SEYİDOĞLU, 2003, s.225).

Finansal piyasalarda swapların vazgeçilmez bir araç haline gelmelerinin en önemli nedeni riski aracıya transfer etmeleridir. Örneğin bir şirket aldığı borcun faizinden doğabilecek risklere karşı kendini koruyabilmek için finansal bir aracı ile swap işlemi yapmak isteyebilir. Faiz riskini üstlenen bu finansal aracıda artık bu riski taşımak istemediğinde, riski bir başka finansal aracıya onunla bir başka swap sözleşmesi yaparak devredebilir, bu durum böyle zincirleme olarak devam edebilir.

Swap piyasasının gelişmesindeki en önemli nedenlerden bir diğeri ise, swapın bir para piyasası aracı olmaktan çıkarak bir kredi piyasası aracı haline gelmesidir.

Swap işlemleri genellikle orta vadeli işlemlerdir ve vade 3 yıl ile 10 yıl arasında kapsamaktadır. Ancak vadenin daha uzun yada kısa olarak belirlenmesi de mümkündür. Uygulamada çoğunlukla 1 yıldan az, 1 – 5 yıl ve 5 yıldan fazla şeklinde ifade edilebilen 3 vade türünde faiz oranı swaplarının kullanıldığı görülmektedir.

Swap işlemlerinin de diğer tüm türev işlemlerdeki gibi doğru kullanıldıklarında kıymetli ödüller sağlayabileceği, kumar mantığı içerisinde yada başka türlü yanlış kullanmalar dolayısıyla da büyük yıkımlara neden olabileceği unutulmamalıdır. Swap işlemlerini kullanmakla faiz riski, kur riski, kredi riski gibi riskler de yüklenilmektedir.

244. Swap İşlemlerinin Tarafları

Swap işlemleri tezgahüstü piyasalarda işlem gören yani işlem yapabilmek için organize piyasalara gerek duymayan sözleşmelerdir. Sözleşmeler taraflar arasında sözleşme serbestisi ilkesine göre ve tarafların işlemlere yönelik iradelerini açıkça belirtmeleri ile serbestçe yapılabilir.

Genellikle swap işlemlerine taraf olan kişi ve kuruluşlar aşağıda sayılanlar olmakla birlikte tüm gerçek ve tüzel kişiler bu işlemlere taraf olabilmektedirler.

- Uluslararası Kurumlar
- Merkez Bankaları
- Çokuluslu şirketler
- Yerel Yönetimler
- Uluslararası Fonlar
- İhracatçı-İthalatçı Kuruluşlar
- Bankalar (Doğrudan veya Aracı Olarak)

Swap işlemi, belirlenen vadeye göre şartlara uymayı karşılıklı olarak kabul eden, en az iki tarafın varlığını gerektirmektedir. Swap işleminin taraflarını genel olarak fon kullanıcılar ve aracılar olmak üzere ikiye ayırabiliriz (TOROSLU, 2000, s.127).

Taraflar direkt olarak birbirleriyle kontrat yapabilirler. Ancak, swap piyasasının gelişimiyle birlikte swap işlemine girmek isteyen taraflar arasında bağlantıyı sağlamak amacıyla özellikle bankalara aracılık rolü yüklenmiştir. Swap işlemin başladığı yıllarda aracı kurumların görevi sadece swap yapmak isteyen iki tarafı bir araya getirmektir. Bunun için aynı vade ve aynı miktarda borç almış olan iki tarafın bulunması gerekmektedir. Ancak swap piyasasının gelişmesiyle birlikte aracı kurumlar, swap işlemini karşı tarafı bulmadan ve riski kendi üzerlerine alarak da kabul etmeye başlamışlardır. Aracılar, swap işlemine giren her iki taraf için de karşı taraf olarak faaliyette bulunabilmektedirler. Bu nedenle swap işlemine giren taraflar, diğer swap işlemcilerini bilmek veya tanımak zorunda değildir. Ödemeler ve değişim, aracı banka tarafından yapılmaktadır. Bu nedenle swap, banka açısından tek bir tarafla ve tek bir işlemle yapılan bir işlem olma özelliği de kazanabilmektedir (ÖNCE, 1995, s.24).

Swap piyasaların en önemli aktörleri bankalardır. 1990'larla birlikte bankalar swap piyasalarda rollerini arttırmışlardır. Swap piyasalara bankaların girmesi için üç temel neden bulunmaktadır. Bunlardan birincisi swap piyasalarında bankaların üstlendikleri roldür. Bankalar bu piyasalarda swap işlemlerinin nihai kullanıcıları, aracıları (broker) ve dealerlarıdır. İkincisi bankalar swap piyasalarında yasal sınırlamalardan kaynaklanan maliyeti düşürmek, faiz ve fon çeşitliliğinde tercih farklılığından kaynaklanan fırsatlarla kâr elde etmek ve risk yönetim aracı olarak swap işlemlerini tercih ettikleri için yer alırlar. Üçüncüsü ise swap ve diğer türev ürün risklerini nötürleştirmek için bu piyasalarda bulunurlar (EBİÇLİOĞLU-KAHRAMAN, 1999, s.7).

Swap işlemi ile uğraşan belli başlı bankalar Uluslararası Swap Aracıları Birliği'ni (ISDA) kurmuştur. Bu birlik hem swap işlemlerinin belli bir standart dahilinde yapılması için uğraş vermekte, hem de devletin düzenleyici kuruluşlarının muhatap alabilecekleri piyasa temsilcisi sıfatına haiz bir tüzel kişilik rolü üstlenmektedir.

Swap işlemlerindeki taraflardan birisi de işletmelerdir. Özellikle çok uluslu işletmelerin sayısındaki artış, döviz transferleri ve borçlanmayla ilgili yasal kısıtlamalar, riski azaltmak ve ucuz fon bulma imkanları, vb. nedenler işletmelerin swap işlemlerine taraf olmasının nedenleri arasında yer almaktadır. Çokuluslu işletmeler, yabancı ülkelerdeki bağlı şirketlerin finansman gereksinimlerini swap tekniği yardımıyla daha ucuza

karşılatabilmektedirler. Birbirlerinden bağımsız olarak ve farklı koşullarda kredi alan taraflar swap işlemine girerek önceden almış oldukları kredilerin faizlerini kendileri için daha avantajlı olacak şekilde değiştirebilirler (BAŞCI, 2003, s.21).

Bankaların yanı sıra aracılık faaliyetlerinde bulunan diğer kuruluşlar da, ticari kâr elde etmek veya komisyon almak amacıyla swap işlemine girerler. Bu kuruluşlar da aynı bankalar gibi döviz ve faiz swaplarının gerçekleştirilmesi için karşılıklı ihtiyaçları tespit ederek tarafları bir araya getirebilmektedirler. Bu aracı kurumlar garantörlük ve aracılık görevleri karşılığında ana paranın 1/16'sı ile 1/18'i arasında değişen komisyonlar almaktadırlar (BAŞCI, 2003, s.20-21).

Swap işlemleri, ülkeler açısından özellikle ödemeler bilançosunda geçici nedenlerle ortaya çıkan açıkları finanse etmek veya ulusal paradan spekülasyon kaçışları önlemek için yapılır. Ülkenin ulusal parasının değer kaybettiği dönemlerde, spekülasyonörler, sağlam dövizlere yönelirler. Bu durumda swap anlaşmaları, ülkenin başvurabileceği güvenlik aracı durumundadır. Böyle bir durumda, swap aracılığıyla, sağlam paralı ülkelerin paraları elde edilir ve bu dövizler, Merkez Bankasının döviz piyasasına yapacağı müdahalelerde kullanılır. Böylece, spekülasyon akım durdurulduğu zaman, swap anlaşması da amacına ulaşmış olur (SÖYLER, 2003, s.1).

Swap işlemlerinin yapıldığı piyasalarda herhangi bir katılımcı kısıtlaması yoktur. Genel olarak Dünya Bankası, Asya Kalkınma Bankası gibi çok uluslu kuruluşlar, işletmeler, finansal kuruluşlar, Swedish Export Credit gibi ihracat kredisi veren acenteler ve hükümetler bu piyasaların katılımcıları veya fon kullanıcıları arasında olmakla beraber karşı tarafın kredi riskini kabul eden tüm gerçek ve tüzel kişiler swap işlemine taraf olabilir.

245. Swap İşlemlerinin Çeşitleri

Swap işlemlerini genel olarak ikiye ayırabiliriz. Bunlar;

- Döviz Swapları

- Faiz Swapları'dır.

2451. Döviz swapları

Döviz swap işlemleri, herhangi bir para cinsinden likidite gereksiniminin kur riski üstlenilmeden giderilmesi amacıyla yapılır. Döviz swap'ı, iki farklı paranın veya farklı para birimlerinden olan yükümlülüklerin, daha sonraki bir tarihte yeniden değiştirilmesine ilişkin bir anlaşmayla birlikte bugünden değiştirilmesi için yapılan bir anlaşmadır.

Döviz swapına girildiğinde, farklı para biriminden olan anaparalar ,üzerinde anlaşmaya varılmış olan kurdan karşılıklı olarak hemen değiştirilir ve aynı zamanda değiştirilen bu paraların swap vadesi sonunda taraflara iade edileceğine ilişkin vadeli taahhüde girilir. Swap'ın vadesi sonunda paralar yeniden değiştirilirken uygulanacak olan döviz kuru, başlangıçtaki değişim sırasında uygulanan kurla aynıdır.

Faiz ödemelerini de içeren döviz swapları, faiz ödeme ve tahsilatlarının yapıldığı para birimini değiştirmek konusunda işletmeye olanak tanımaktadır.

Bir swap işleminde üç temel evre söz konusudur(<http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma12.doc>, 25.11.2005).:

- Farklı paralara ihtiyaç duyan iki borçlu ana para tutarlarını değiştirirler.
- Swap sözleşmesi süresince faiz ödemeleri değiştirilir.
- Sözleşme sonunda ana paralar iade edilir.

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

Döviz swap sözleşmeleri kur riski yönetimi, düşük fon maliyeti, piyasalara erişim ve farklı para biriminde nakit akışı sağlamak amacıyla yapılmaktadır. Bazı kurum ve kuruluşlar borç ve alacaklarından dolayı yabancı para akışı sorunuyla karşı karşıya kalabilmektedirler. Bir para biriminin uzun dönemli riskini minimum kılabilme ya da azaltmak için aynı para biriminden karşıt olarak para akışı sağlamak gerekmektedir. Döviz swapları işte bu para akışlarının sağlanmasında firmaya yardımcı olarak döviz riski yönetimi sağlamaktadır (SEYİDOĞLU, 1997, s.306).

Döviz swapı herhangi bir para biriminden sağlanan fonun istenilen bir para birimine dönüştürülmesini sağlayarak, borçluların bu sayede fon maliyetlerini düşürüp düşük fon temin edebilmelerini sağlamaktadır.

Döviz swap sözleşmesini bir örnekle açıklayalım;

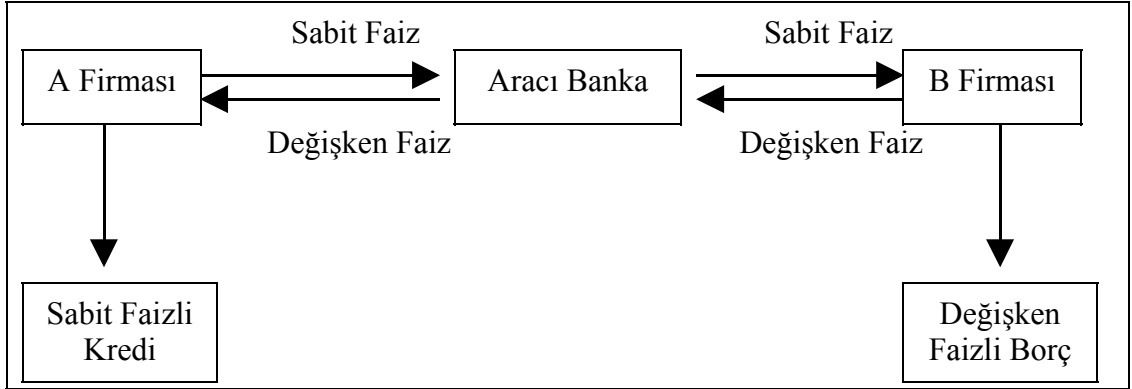
A firması ile B firması para swapı sözleşmesi düzenlemişlerdir. Bu sözleşmeye göre 1\$ = 1.5 YTL olarak belirlenmiştir. Başlangıçta A firması B firmasına 120 bin YTL, B firması A firmasına 80.000 ABD \$'ı ödeme yapmıştır. A firması B firmasına 5 yıl boyunca her 6 ayda bir 80.000 ABD \$'ı üzerinden hesaplanan 6 aylık LIBOR faizi tutarını verirken, B firması da A firmasına 120 bin YTL üzerinden % 40 sabit faiz verecektir. 5 yılın sonunda A firması B firmasına 80.000 ABD \$'ı öderken, B firması da A firmasına 120 bin YTL ödeyecektir.

2452. Faiz Swapı

Faiz swapı farklı borçlanma kaynaklarından elde edilen benzer vadeli, aynı tutarda ve aynı para biriminde ancak değişik faiz oranlarındaki kredilerin faizlerinin değiştirilmesidir.

Faiz swapı türleri arasında aynı döviz cinsi üzerinden sabit faiz ile değişken faiz oranlarının el değiştirmesi bulunduğu gibi farklı esasa dayanan değişken iki faiz oranının el değiştirmesi de vardır. Örnek olarak üç aylık LIBOR ve üç aylık ABD Hazine Bonosu faizinin değiş tokuşu verilebilir.

Faiz swapının temel işleyişi aşağıdaki gibi olmaktadır.



Şekil : 5
Faiz Swapının İşleyişi

Şekil 5' te görüldüğü üzere, A ve B firmaları piyasadan aldıkları farklı faiz oranlarını karşılıklı değiştirerek sabit borçlanan taraf değişken borca ve değişken borçlanan taraf da sabit borca sahip olabilmektedir. Swap işlemlerinde taraflar farklı üstünlüklere sahip oldukları faiz piyasalarındaki üstünlüklerini swapa konu ederek takas etmeleri swap piyasalarının temel mantığını oluşturmaktadır.

Faiz swaplarında sözleşme taraflarından biri sabit faiz oranı üzerinden faiz öderken karşılığında değişken faiz oranı üzerinden faiz alır. Karşı taraf da değişken orandan faiz öderken, sabit orandan faiz alır. Değişken faiz oranlarına bazen artı/eksi bir puan miktarı ilave edilebilir. Buna, değişken spread (floating spread) denir. Duruma göre taraflar sözleşme çerçevesinde girdikleri yükümlülüklerini birbirlerine karşı garanti etmek için teminat (banka teminat mektubu, standby L/C, ve sigorta, vb.) verirler. Ancak, bunların maliyeti swap'ın toplam maliyetine dahil edilmez. Swap'ın toplam maliyeti, sabit faiz tarafına ait maliyetin değişken faiz endeksinin akışı karşısında ya altı aylık esasa göre mutlak düzeyde veya ABD Hazine Bonosu'nun altı aylık getirisine oranla puan spread'i olarak ifade edilir (<http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/ozelsayiekim/onursal.htm>, 12.03.2006).

En çok işlem gören faiz swap sözleşmeleri, aynı para birimi üzerinden değişken faiz oranı ile sabit faiz oranının değiştirildiği sözleşmelerdir. Bu swap sözleşmesinin tarafları

genelde "sabit faizi ödeyen" ve "sabit faizi alan" olarak anılır. Sabit faizi ödeyen tarafın pozisyonu, sabit getirili menkul kıymette kısa, değişken getirili menkul kıymette uzun pozisyonu bulunan bir yatırımcının pozisyonuna benzer. Aynı şekilde sabit faizi alan taraf ise, sabit getirili menkul kıymette uzun, değişken getirili menkul kıymette kısa pozisyona sahip bir yatırımcının nakit akışını elde eder.

Faiz değişimi iki tarafın anlaştıkları bir ana para tutarı üzerinden yapılmaktadır. Bu tutar faiz ödemelerinin hesaplamasında bir referans olmaktadır. Ana paralar hiçbir zaman el değiştirmemektedir. Faiz swapını para swapından ayıran en önemli farklılık, faiz swapında anaparanın ne başlangıçta ne de vade sonunda değiştirilmemesidir. Sadece faizler karşılıklı olarak değiştirilmekte ve böylece risk de sadece yapılan faiz ödemeleri ile sınırlandırılabilir. Faiz swapının para swapına göre uluslararası piyasada daha çok kullanılmasının nedeni de budur (www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazpartesi12.doc., 25.11.2005).

Faiz swap sözleşmeleriyle, firmalar, değişken faiz oranının belirsizliğinden kaynaklanan risklerden korunarak faiz ödemelerini değişken faizden sabit faize çevirebilirler. Ayrıca firmalar tahvil ve bono piyasalarından finansman sağlayamadıkları için veya daha düşük maliyetli olması sebebiyle finansal kuruluşlardan değişken faiz üzerinden kredi kullanmak durumunda kalabilir. Bu durumda değişken faiz riskini taşımak istemeyen firmalar değişken faiz üzerinden gerçekleştireceği yükümlülüğünü bir swap sözleşmesiyle sabit faize çevirebilir.

Faiz swaplarında vadeler 1 ile 15 yıl arasında değişmekle birlikte, pek çok faiz anlaşmasının sözleşmesi 2 ile 10 yıl arasında değişmektedir.

Faiz swapını bir örnek yardımıyla açıklayalım (www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma12.doc., 25.11.2005);

A firması sabit getirili menkul kıymet pazarında tahvil ihraç etmek suretiyle 5 yıl vadeli, % 50 yıllık faiz oranıyla 500 bin YTL değerinde finansman olanağı yaratabilmektedir. Ancak, firma yetkilileri değişken faiz oranıyla borçlanmanın daha

avantajlı olacağını düşünmektedir. A firması bankalardan TRLIBOR +3 ile kredi kullanabilmektedir.

B firmasının kredibilitesi A firmasına göre düşüktür. Bu nedenle sabit getirili menkul kıymet pazarında tahvil ihracında zorlanmaktadır. B firması bankalardan TRLIBOR + 8 ile kredi bulabilmektedir. Ancak firma yetkilileri % 60 sabit faizle 500 bin YTL borçlanmayı tercih etmektedir.

A ve B firmaları C bankasının müşterisidir. Her iki firmanın durumunu bilen banka firmalara bir swap sözleşmesi yapmalarını teklif eder. Örnekte swap işleminin sonucunda değişken faizle borçlanmak isteyen A firması TRLIBOR + 3' den, sabit faizle borçlanmak isteyen B firması ise % 60'dan daha düşük bir faizle borçlanmalı, aynı zamanda bu işleme aracılık eden C bankası da kendi komisyonunu almalıdır.

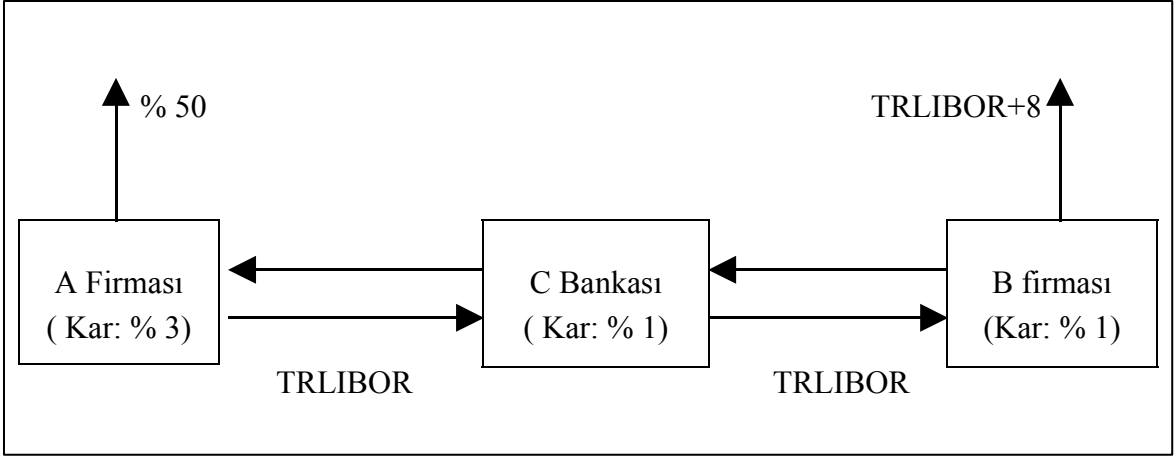
Mevcut duruma göre A firması hem sabit hem de değişken faiz oranı cinsinden borçlanmada B firmasına göre daha avantajlıdır.

Tablo :4
A Firması, B Firması, C Firması Sabit ve Değişken Oranlı
Faiz Borçlanma Oranları

	Sabit faiz	Değişken Faiz
A Firması	%50	TRLIBOR +3
B Firması	% 60	TRLIBOR +8
Fark	-10	-5

Kaynak: www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma12.doc, 25.11.2005

Ancak tablo 1'de görüleceği üzere A firması göreceli olarak sabit faizle borçlanmada daha başarılıdır. Bu bakımdan yapılacak bir swap sözleşmesinde sabit faizli borçlanmayı A firmasının yapması gerekir. Bankanın önerisine iki firma yetkilileri de sıcak bakmıştır ve işlem gerçekleşmiştir ve buna göre A firması % 50 faiz ile 5 yıl vadeli tahvil ihraç edecektir. A firması C bankasına 6 ayda bir TRLIBOR verecek karşılığında % 50 sabit faiz alacaktır. B firması ise TRLIBOR +8 ile 5 yıl vadeli 500 bin YTL kredi kullanmıştır. 6 ayda bir B firması C bankasına % 51 sabit faiz verecek karşılığında TRLIBOR alacaktır.



Şekil :6

A Firması, B Firması, C Firması Arasında Faiz Swapı Uygulaması

Kaynak: www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma12.doc, 25.11.2005

Şekil 6'da görüleceği üzere A firması % 50 sabit faiz yükümlülüğünün tamamını bankasından tahsil etmekte karşılığında C bankasına TRLIBOR vermektedir. Başlangıçta sabit faizle borçlanan A firmasının net yükümlülüğü artık TRLIBOR olmuştur. A firması swap işlemi yapmasaydı bankalardan TRLIBOR+3 ile borçlanabilecekti. Böylece, A firması hem istediği değişken faiz cinsinden borçlanmış hem de % 3 oranında kâr etmiştir.

B firması TRLIBOR+8 faiz yükümlülüğünün sadece değişken olan TRLIBOR kısmını C bankasından tahsil etmekte, geri kalan % 8'ini kendi kasasından ödemektedir. B firması ayrıca C bankasına % 51 oranında sabit faiz vermektedir. C bankası B firmasına TRLIBOR verdiği için B firmasının yükümlülüğü artık değişken değil sabit faize dönüşmüştür. B firmasının sabit faiz yükümlülüğü, C bankasına verdiği % 51 ile kullandığı kredi için kasasından çıkan % 8'in toplamından (%59) oluşmaktadır. B firmasının kârı % 1'dir çünkü normal şartlarda B firması % 60 faizle borçlanabilmektedir.

C bankası B firmasından aldığı % 51 faizin % 50'sini A firmasına vermektedir. A firmasından aldığı TRLIBOR'a ise hiç dokunmadan B firmasına vermektedir. C bankasının kazancı da % 1'dir.

Görüldüğü üzere her 3 taraf da kâr etmiştir. A firmasının kârı diğerlerine göre daha fazladır. Bunun sebebi A firmasının hem sabit hem de değişken faizle borçlanmada B firmasına göre daha avantajlı konumu nedeniyle swap işleminden doğan toplam kârın bölüşümün de pazarlık gücünün fazla oluşudur.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TÜREV PİYASASI İŞLEMLERİNİN VERGİSEL BOYUTU

31. Genel Açıklamalar

Türev piyasası ürünleri, gerek karmaşık yapıları gerekse de değişen koşullara çok hızlı uyum sağlayabilecek esnekliğe sahip olmaları dolayısıyla vergilendirilmeleri konusunda problemler yaratan araçlardır. Bu özellikleri nedeniyle temel kullanım amaçları olan hedging yani riskten korunma, spekülasyon ve arbitraj yanında tali bir amaç gibi görünse de aslında çoğu kez bu amaçlarında önüne geçen vergiden kaçınma ve verginin peçelenmesi amacıyla kullanılmaya çalışılmaktadır. Özellikle yukarıda bahsi geçen değişen koşullara çok hızlı uyum sağlayabilecek esnekliğe sahip olmaları mevcut vergi yasalarında bulunan boşlukları kendi lehlerine kullanmak isteyen türev ürün kullanıcılarını bu araçları kullanmaya teşvik etmektedir. Sermayenin önündeki engellerin neredeyse kalktığı günümüz koşullarında, türev ürünlerinden elde edilecek gelirlerin yada bunların kullanımını neticesinde oluşabilecek zararların vergisel durumu konusunda yaşanan bu sıkıntıları bertaraf edebilmek için bunlara uygun vergi politikaları oluşturulmaya çalışılmaktadır.

Türev ürünler ve diğer yenilikçi finansal ürünler konusunda oluşturulmuş uygun bir vergi politikası şu genel amaçlara ulaşmaya çalışmaktadır (FOX-MCLNTYRE, 2003,s.51).

- 1- Kesinlilik: Vergi mükelleflerinin riski yönetmek amacıyla türev ürünleri kullanabilmeleri amacıyla bu ürünlerin kullanımında ortaya çıkabilecek kazanç ve kayıpların nasıl vergilendirileceğini tam olarak bilmeleri gerekir.

- 2- Uyumluluk: Belirli bir işletme faaliyetinin hedge edilmesi için kullanılan türev ürünlerin vergi muamelesinin, korunma sürecinin etkin bir şekilde çalışabilmesi için işletme faaliyetinin vergi muamelesiyle uyumlu olması gerekir.
- 3- Genellik: Genel olarak türev ürünleri kullananların bu kullanımları dolayısıyla karşılaştıkları vergi muameleleri benzer olmalıdır.
- 4- Tutarlılık: Türev ürünler aşırı derecede esnek enstrümanlardır. Türev ürünlerden elde edilen gelirlerin vergilendirilmesi ile ilgili oluşturulan kanunlar, benzer ekonomik özellikler gösteren türev ürünlere farklı olmayacak şekilde uygulanmalıdır.
- 5- Suistimal edilmemelidir: Türev ürünler genelde işletme amaçlarına hizmet ettiklerinden, vergi kaçırmak amacıyla kullanılan türev ürünlerinin bu amaçlarını gerçekleştirmek için mevcut vergi kanunlarının suistimallerini sağlayacak vergi boşlukları bırakılmamalı ve varsa boşluklar doldurulmalıdır.

32. Türev Piyasası İşlemlerinin Türkiye Mevzuatındaki Yeri

Türev piyasasında yapılan işlemlere ilişkin mevzuatı, kambiyo mevzuatı, Bankalar Kanunu, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası mevzuatı, sermaye piyasası mevzuatı ve vergi mevzuatı açılarından inceleyebiliriz.

Kambiyo mevzuatı bakımından temel düzenleme 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun'dur. Bu kanunun 1. maddesinde ki genel tanımdan da anlaşılacağı üzere, Türkiye'de Bakanlar Kuruluna geniş bir çerçevede Türk Parası ve dövizli işlemlerle ilgili düzenleme yapma yetkisi verilmiştir. Bu çerçevede Bakanlar Kurulu tarafından şu anda yürürlükte bulunana 32 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Karar çıkarılmıştır. Bu kararın temel özelliği ülkemizde uygulanmış olan sabit kur sistemine son verip yerine dalgalı kur sistemini getirmiş olmasıdır. Dalgalı kur sisteminde döviz ve faiz oranları serbest piyasa kurallarına göre oluşmaktadır. Böylece yeni dönemde riskten korunma yani hedging amaçlı olarak türev piyasası işlemlerinin kullanılması büyük önem kazanmıştır.

32 sayılı kararın 6. maddesi dövize ilişkin işlemleri düzenlemektedir. Bu madde şu şekildedir: “ Bankalar ve özel finans kurumları dövize ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesi yapabilirler. Dövize ve kıymetli madene dayalı vadeli işlem ve opsiyon dahil, sermaye piyasası mevzuatına göre düzenlenmiş her türlü türev araçların alım satımı, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilmiş aracı kuruluşlarca, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde teşkilatlanmış borsalarda gerçekleştirilir. Vadeli döviz alım satımına ilişkin düzenlemeleri yapmaya Merkez Bankası Yetkilidir.” Bu madde ile bankalara ve özel finans kurumlarına vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesi yapma yetkisi verilmiştir. Yetkinin kullanılmasına ilişkin esasların Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından düzenleneceği öngörülmüştür.

32 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Karara ilişkin olarak çıkarılan Başbakanlık Hazine Müsteşarlığının 91-32/5 sayılı Tebliğinin 4. maddesinde “Vadeli döviz alım satım işlemlerine ilişkin esaslar Merkez Bankası’na belirlenir.” denilmektedir. Aynı tebliğe ilişkin olarak çıkarılmış olan 03.07.1991 tarih ve 20918 sayılı Resmi yayımlanmış I-M sayılı Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Genelgesinin 7.maddesinin Vadeli Döviz Alım-Satımı başlıklı (B) fıkrasında, “Bankalar ve kıymetli maden aracı kuruluşları vadeli döviz alım ve satımı yapabilirler.” denilmektedir.

1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanununun, bankanın temel görev ve yetkilerini düzenleyen 25.04.2001 tarih ve 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen 4. maddesinin (b) fıkrası “Hükümetle birlikte Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirleri almak ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejimini belirlemek, Türk Lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesi için döviz ve efektiflerin vadesiz ve vadeli alım ve satımı ile dövizlerin Türk Lirası ile değişimi ve diğer türev işlemlerini yapmak” şeklindedir.

Ayrıca 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanununun, 4. bölümün altın ve dövizle ilgili işlemler başlıklı kısmında bulunan, 25.04.2001 tarih ve 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen 53. maddenin (a) fıkrasında “Banka, uyguladığı para politikası çerçevesinde, Türk Lirasının yabancı paralar karşısındaki değerini belirlemek amacıyla, döviz ve efektiflerin vadesiz ve vadeli alım ve satımı ile şartları önceden belirlenmek suretiyle dövizlerin Türk Lirası ile değişimi ve diğer türev işlemleri yapabilir.” denilmektedir. Aynı

maddenin (b) fıkrası ise “Banka, lke altın ve döviz rezervlerini para politikası hedefleri ve uygulamaları çerçevesinde yönetir. Bu amaçla Banka, sırasıyla güvenli yatırım, likidite ve getiri önceliklerini dikkate alarak belirleyeceği usul ve esaslara göre yurt içi ve yurt dışı piyasalarda vadeli yada vadesiz altın, döviz, menkul kıymet, türev ürün alım satım, borçlanma ve borç verme işlemlerini de içeren tüm bankacılık faaliyetlerinde bulunabilir.” Şeklindedir.

19.10.2005 tarihinde kabul edilerek Resmi Gazete’nin 1 Kasım 2005 tarih ve 25983 mükerrer sayılı nüshasında yayımlanan 5411 sayılı Bankacılık Kanununun Krediler ve Risk Grubu adını taşıyan ikinci bölümünün 48.maddesinde “Bankalarca verilen nakd krediler ile teminat mektupları, kontrgarantiler, kefaletler, aval, ciro, kabul gibi gayrinakd krediler ve bu niteliği haiz taahhütler, satın alınan tahvil ve benzeri sermaye piyasası araçları, tevdiatta bulunmak suretiyle ya da herhangi bir Şekil ve surette verilen dnler, varlıkların vadeli satışından doğan alacaklar, vadesi geçmiş nakd krediler, tahakkuk etmekle birlikte tahsil edilmemiş faizler, gayrinakd kredilerin nakde tahvil olan bedelleri, ters repo işlemlerinden alacaklar, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile benzeri diğer sözleşmeler nedeniyle üstlenilen riskler, ortaklık payları ve Kurulca kredi olarak kabul edilen işlemler izlendikleri hesaba bakılmaksızın bu Kanun uygulamasında kredi sayılır.” denilmek suretiyle türev işlemlerin kredi olarak kabul edileceği öngörülmüştür.

Türev piyasası işlemleri ile ilgili en detaylı düzenleme sermaye piyasası mevzuatında yer almaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu’nun 3/b maddesinde belirlendiği üzere “Sermaye Piyasası Araçları” Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası araçlarıdır. Yasa maddesinde yapılan ayırımdan da anlaşılacağı üzere gerçekte sermaye piyasası araçları menkul kıymet niteliğindeki kıymetli evraklarla (hisse senedi, tahvil, banka bonoları, finansman bonoları, varlığa dayalı menkul kıymetler, kr ve zarar ortaklığı belgeleri, borsa yatırım fonu katılma belgeleri gibi) Sermaye Piyasası Kurumu tarafından sermaye piyasası aracı olarak değerlendirilmesi söz konusu olan diğer araçlardır (borsalarda veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören vadeli işlem (futures) ve opsiyon sözleşmeleri, menkul kıymet niteliğine haiz olmayan yatırım fonu katılma belgeleri gibi).

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanununun 10. maddesi ile değiştirilen (j) fıkrasında “Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye

piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize 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" denilmektedir.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 5. bölümünün sermaye piyasası faaliyetleri kısmının 30. maddesinin 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanununun 14. maddesi ile değiştirilen (c) fıkrası "Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların alım satımının yapılmasına aracılık" şeklindedir.

Yine, Sermaye Piyasası Kanununun borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalar kısmının 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun 18. maddesi ile değiştirilen 40. maddesinin ikinci paragrafında "Münhasıran, ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçlardan oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği tüzel kişiliği haiz borsalar, Kurulun teklifi ve ilgili Bakanın önerisi üzerine Bakanlar Kurulunun onayı ile kurulur. Bu borsaların kuruluş, teşkilat, faaliyet, denetim, üyelik ilke ve esasları ilgili bakanlıkça çıkarılacak bir yönetmelikle belirlenir. Bu borsalar anonim şirket niteliğinde kurulursa, yıllık karlarının %20'sinden fazlasını dağıtamazlar. Bu fıkra kapsamındaki sermaye piyasası araçları damga vergisinden muaftır." denilmektedir.

Özellikle ilk olarak 1992 senesinde 3794 sayılı kanun ile Sermaye Piyasası Kuruluna "vadeli işlem" sözleşmelerine ilişkin düzenleme yapma görevi ve yetkisi verilmiştir(AKÇAOĞLU, 2002, s.42). Bu hükme işlerlik kazandırmak amacıyla ithal veya ihraç edilen ürünlerde (altın, pamuk vs.) karşılaşılabilecek risklerden korunmak maksadıyla yurtdışı vadeli işlem borsalarında yapılan işlemler ile vergiye tabi olmadan gerçekleştirilen forward işlemleri dışında, ülkemizde vadeli işlem ve opsiyon uygulaması konusunda ilk düzenleme olan, 23.07.1995 tarih ve 22352 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik" çıkarılmıştır. 07.09.1995 tarihinde de 22397 sayılı Resmi Gazetede "İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği" yayımlanmıştır.

Bu düzenlemeyi müteakiben, 18.10.1996 tarih ve 22791 sayılı Resmi Gazete’de çıkarılan “İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği” ile İstanbul Altın Borsası’nda altın ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alım-satımına ilişkin esaslar belirlenmiştir.

29.01.1997 tarih ve 22892 sayılı Resmi Gazete’de çıkarılan “İMKB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik” ve “İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik” ile de hisse senedi, faiz getirili menkul kıymetler, endeks ve diğer finansal göstergeler üzerine vadeli ve opsiyonlu işlemlerin yapılmasına ve takasına ilişkin esaslar düzenlenmiştir (http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma11.doc#_Toc69314778, 25.11.2005).

İMKB Vadeli İşlemler Piyasası işlem ve takas esaslarını ve üyeliklerini düzenleyen söz konusu yönetmelikler ve diğer sayılan tüm yönetmelikler 23.02.2001 tarih ve 24327 sayılı Resmi Gazete yayımlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik”in (Genel Yönetmelik) 56. Maddesi ile yürürlükten kaldırılmıştır. Bu yönetmelikle vadeli işlem ve opsiyon borsalarının kuruluş, teşkilat, faaliyet, denetim, üyelik ilke ve esasları düzenlenmiştir (http://www.tspakb.org.tr/docs/egitimnotlari/vadeli_islemler_turev.pdf, 20.09.2005).

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelikte vadeli işlem sözleşmeleri, sermaye piyasası mevzuatında belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik veya finansal göstergesi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve döviz alma veya satma yükümlülüğü veren, diğer sermaye piyasası aracı niteliğinde ve vadeli işlem borsalarında veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören sözleşmeler olarak tanımlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu’nun 17.08.2001 tarihli ve 9/1101 sayılı Kararına dayanan, Devlet Bakanlığı’nın 03.09.2001 tarihli ve 2381 sayılı yazısı üzerine, 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 40’inci maddesine göre, 19.10.2001 tarih, 24558 Sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. ülkemizdeki ilk özel borsa olarak kurulmuştur.

27.08.2001 tarihinde 24506 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanarak işletmeler tarafından alımı ve satımı gerçekleştirilen vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin değerlemesine ve muhasebeleştirilmesine ilişkin usul ve esaslar hakkında “Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmelerinin Muhasebesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ” yürürlüğe girmiştir. Bu Tebliğin amacı 1.maddede şu şekildedir: “Bu Tebliğin amacı, işletmeler tarafından alımı ve satımı gerçekleştirilen vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin değerlemesine ve muhasebeleştirilmesine ilişkin usul ve esasları belirlemektir.”

Vadeli işlemler borsası dünyadaki gelişmelere paralel olarak anonim şirket şeklinde yapılandırılmış ve 04.07.2002 tarihinde Ticaret Siciline tescil edilerek tüzel kişilik kazanmıştır. Genel Yönetmeliğin 8’inci maddesi uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 05.03.2004 tarihinde Vadeli işlem ve Opsiyon Borsası’na faaliyet izni verilmiştir.

27.03.2004 tarihinde 25415 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği” (Borsa Yönetmeliği) yürürlüğe girmiştir. Bu yönetmelik, Kanun ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak; vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçtan oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği piyasaları oluşturmak, geliştirmek, oluşturulan piyasaların güven ve istikrar içerisinde, serbest rekabet koşulları altında, dürüstlük ve açıklık ilkeleri çerçevesinde faaliyette bulunmasını sağlamak amacıyla Borsanın çalışma esas ve kurallarını belirlemektedir.

Vadeli işlem ve Opsiyon Borsası 4 Şubat 2005 tarihinde faaliyete geçmiştir. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nın faaliyetine geçmesi ile birlikte Genel Yönetmelik gereği İstanbul Menkul Kıymetler Borsası nezdindeki Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü’nün faaliyetleri de sona ermiştir.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.’de işlem görmekte olan sözleşmeler şunlardır:

- “VOB-IMKB 30” Vadeli İşlem Sözleşmesi
- “VOB-IMKB 100” Vadeli İşlem Sözleşmesi
- “VOB-YTL-Dolar” Vadeli İşlem Sözleşmesi
- “VOB-YTL-Euro” Vadeli İşlem Sözleşmesi

- “VOB-DIBS 91” Vadeli İşlem Sözleşmesi
- “VOB-DIBS 365” Vadeli İşlem Sözleşmesi
- “VOB-Anadolu Kırmızı Buğday” Vadeli İşlem Sözleşmesi
- “VOB-Ege-pamuk” Vadeli İşlem Sözleşmesi ve
- “VOB-Altın” Vadeli işlem Sözleşmesidir.

Vergi mevzuatında ise 30.12.2004 tarih ve 25687 (3. mükerrer) sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan ve 01.01.2006 tarihinde yürürlüğe giren 5281 sayılı Vergi Kanunlarının Yeni Türk Lirasına Uyumu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun ile türev piyasasına ilişkin vergisel düzenlemeler yapılmıştır.

Bu kanunda geçen “menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası aracı” ifadesi 30. maddenin geçici 67. maddesinin 12. fıkrasında, “Özel bir belirleme yapılmadığı sürece Türkiye’de ihraç edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulunca kayda alınmış ve/veya Türkiye’de kurulu menkul kıymet ve vadeli işlem ve opsiyon borsalarında işlem gören menkul kıymetler veya diğer sermaye piyasası araçları ile kayda alınmamış olsa veya menkul kıymet ve vadeli işlem borsalarında işlem görmese dahi Hazinece veya diğer kamu tüzel kişilerin ihraç edilecek her türlü menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracını ifade eder. “ şeklinde tanımlanmıştır.

Yine aynı kanunda diğer sermaye piyasası araçları “Bankaların ve aracı kurumların taraf olduğu veya bunlar aracılığıyla yapılan; belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte, ekonomik veya finansal göstergelere dayalı olarak düzenlenenler de dahil olmak üzere, para veya sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve dövizi alma, satma, değiştirme hak ve/veya yükümlülüğünü veren vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri bu madde uygulamasında diğer sermaye piyasası aracı addolunur.” şeklinde tanımlanmıştır.

33. Türev Piyasası İşlemlerinin Hukuki Niteliği

İktisadi açıdan incelenmiş olan türev ürünler, hukuki biçim olarak her şeyden önce birer özel hukuk sözleşmeleridir. Sözleşmelere ilişkin ayrıntılı düzenlemelere Borçlar Kanunumuzda yer verilmiştir. Bu durumda bir kağıdın sözleşme olarak nitelendirilebilmesi

için ancak, Borçlar Kanunu hükümleri çerçevesinde o kağıdın sözleşme olmasıyla mümkündür.

Borçlar Kanunu'nda sözleşmeler için genel olarak bir şekil şartı konmamıştır. Borçlar Kanunu, Anayasa ile garanti altına alınan sözleşme serbestisi ilkesine paralel olarak, borç doğuran akitlerin içeriklerinin tespiti hususunda akit serbestisini kabul etmiştir. Borçlar Kanunu madde 19/I' de "Bir akdin mevzuu, kanunun gösterdiği hudut dairesinde serbestçe tayin olunabilir." denilerek, madde 19/II' de yer alan sınırlar çerçevesinde bütün sözleşmelerin geçerli olduğu ifade edilmiştir. Sözleşme serbestisi ilkesi olarak adlandırılan bu madde hükmüne göre, taraflar aralarında sözleşme yaparken kanunlarda düzenlenmiş bulunan çeşitli sözleşme tipleriyle bağlı değildirler. Yani taraflar kanunda yer almayan bir sözleşme tipi oluşturabilirler. Sözleşme sözlü veya yazılı olarak yapılabilir. Şekil, iradenin belirli bir tarzda veya belirli vasıtalarla beyan edilmesi şartına bağlanabilir. Şekil şartına bağlanmış sözleşmelerde geçerlilik ve ispat şekli söz konusu olacaktır. Geçerlilik şekli o sözleşmenin geçerli surette meydana gelebilmesi için uyulması gereken şekildir. Kanuni geçerlilik şekli tarafların irade beyanlarını ihtiva eden metin ve bir şahsın kimliğini belli eden ve genellikle o şahsın ön ad ve soyadının yazılmasından meydana gelen bir işaret olan imzanın bulunmasıdır. Bir de resmi şekil vardır ki bu da hukuki muamelenin noter, tapu memuru gibi resmi bir makam önünde yapılmasını şart koşar(ARIKAN, 2002, s.1).

Görüldüğü üzere türev piyasası işlemlerinin kullanımı önünde herhangi bir yasal engel bulunmamaktadır.

331. Forward Sözleşmeleri

Forward sözleşmeleri ileri bir tarihte yapılacak alım-satımla ilgili fiyat, vade, miktar gibi şartların bu günden belirlendiği bir sözleşme olup, Türk hukuk yapısı içinde tüm yönleriyle belirlenmiş bir sözleşme grubu değildirler. Tarafların hiçbir kayıt ve şarta bağlı kalmaksızın düzenledikleri bu sözleşmeler, Borçlar Kanunu'nun genel hükümlerine bağlı sözleşmelerdir (GÜNDOĞDU, 2000, s.66).

Forward sözleşmelerinde taraflar (banka-müşteri) işlemin nasıl yapılacağına dair genel çerçeve sözleşmesi imzalanmakta, ayrıca her bir işlemin dayanağı olan ve bankalar

tarafından farklı adlandırılan taahhütname, teklif name veya vadeli işlem dekontu adında belgelerle işlemler yapılmaktadır. Ülkemiz açısından bu tür sözleşmeler (bankalar ve müşteri arasındaki) adı birer sözleşme niteliğindedir.

Forward sözleşmeleri bir iktisadi kıymeti belli bir vadede ve belli bir fiyattan satın alma veya satma yükümlülüğü getiren bir taahhüt sözleşmesi niteliğindedir (ARIKAN, 2003, s.63).

Forward sözleşmesi, temlik borcu doğuran sözleşmeler grubu içinde yer alan "satım sözleşmesi" ile aynı hukuki niteliği taşımaktadır. Satım sözleşmesi gibi forward sözleşmesi de tam iki taraflı borç doğuran bir sözleşmedir. Satıcı, işleme konu emtia ya da finansal değeri, alıcının borçlanmış olduğu semen (bedel) karşılığında alıcıya teslim ve mülkiyeti geçirme borcu altına girmektedir. Forward sözleşmelerinde borçlanma işlemi ile tasarruf işlemi arasında belirli bir vade girmektedir. Vade unsuru, forwardın satım sözleşmesinden farklı bir hukuki değere sahip olmasını gerektirmemektedir. Zira, satım sözleşmesinde de borçlanma işlemi ile tasarruf işleminin aynı anda gerçekleşmesi şartı yoktur, çoğu zaman da bu iki işlemin bir arada gerçekleştiği görülmez (AKÇAOĞLU, 2002, s.46-47).

Ancak yapılan sözleşme, ileride, belirli bir tarihte yapılacak olan alım satım işleminin şartlarının bugünden belirlenmesi olup, normal alım satım sözleşmelerinden farkı, gelecekte yapılacak bir alım satıma ilişkin irade beyanında bulunulmasıdır (NURCAN, 2005, s. 28).

Kanunlarımızda forward sözleşmeler ile ilgili olarak bir tanımlama yapılmamıştır. Bu sebeple forward sözleşmelerinin özellikle esaslı unsurlarının kanunla belirlenmemiş olması dolayısıyla isimsiz sözleşmeler kategorisinde yer almaktadır.

332. Futures Sözleşmeleri

Futures sözleşmeleri, forward sözleşmeleri gibi temlik borcu doğuran sözleşmeler grubu içinde yer alan, "satım sözleşmesi" ile aynı hukuki niteliği taşıyan, tam iki tarafa borç yükleyen yani edimlerin birbirinin karşılığını teşkil ettiği, takas üyesi ile takas merkezinin karşılıklı birbirine uygun irade beyanlarının (icap ve kabul) bir araya gelmesi ile oluşan rızai bir sözleşmedir (AKÇAOĞLU, 2002, s.49 ; ÖZŞAHİN, 1999, s.30-31-32) .

Futures sözleşmesi, borsada yapılmak zorunda olması ve sözleşmenin içeriğine ilişkin taraf iradelerinin ciddi şekilde kısıtlanmış olması nedeniyle, akdin istenilen şekil ve içerikte yapılması anlamındaki akit serbestisi ilkesinden ayrılmaktadır. Zira bir sözleşmenin futures sözleşmesi olması için borsada, bir borsa huzurunda yapılması gereklidir.

Futures sözleşmelerinde sözleşmeyi ortadan kaldırma serbestisinin bulunduğu belirtilmesi gerekmektedir. Gerçekten de futures sözleşmelerinin %2-5'i kadar bir bölümünün, sözleşmenin vadesine kadar varlığını sürdürdüğü, geri kalan kısmının ise vadeden önce ters bir işlemle sona erdirildiği göz önüne alındığında, sözleşmeyi ortadan kaldırma özgürlüğünün mevcut olduğu görülmektedir. Şüphesiz sözleşmeyi sona erdiren çoğunlukla takas merkezi değil ama takas üyesidir. Takas merkezinin (teminatın tamamlanmamasına bağlı olarak takas üyesi adına ters işlem yapması hali hariç) sözleşmeyi sona erdirme imkanının bulunmaması, yukarıda açıklanan konumu ve özelliği nedeniyle, sözleşme serbestisini ihlal edici mahiyette sayılmamalıdır (ÖZŞAHİN, 1999, s.34).

Futures sözleşmesinin yapılması ile iki türlü edim doğar. Bunlardan biri asli edim olup, sözleşmenin tür ve tipinin özellik ve niteliğini vermektedir. Bundan başka, irade muhtariyeti ilkesi çerçevesinde her sözleşmede asli edim yükümünün yanında bir de bazı yan edim yükümleri mevcut olabilir. Yan edimler, akdin niteliğini ve tipini belirlemeyen ancak asli edim karşısında ikinci derecede ve ona tabi bir amaç ve nitelik taşımaktadırlar. Bununla birlikte, tali edimler de asli edimden bağımsız bir amaç ve muhtevaya sahip olmaları dolayısıyla borçlu yönünden bir yüküm, alacaklı yönünden ise bir hak ifade ederler. Futures sözleşmelerinde takas merkezine yatırılan ve her gün piyasanın durumuna göre güncelleştirilen teminatın tali edim yükümlülüğü niteliği taşıdığı söylenebilir. Bir adım daha ileri gidildiğinde, konusu para veya kıymetli evrak olan bu yan edim yükümlülüğünün (teminatın), rehin niteliğinde olduğu sonucuna varılacaktır (ÖZŞAHİN, 1999, s.40)

Hukukumuzda futures sözleşmeleri bakımından hukuki zemin, Sermaye Piyasası Kanunu ve Kanunun verdiği yetkiye dayanarak Sermaye Piyasası Kurulunun (SPK) çıkardığı yönetmeliklerle (Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği, İMKB Vadeli

İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik, İMKB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik) sağlanmıştır. Futures sözleşmesini, kapsamının Sermaye Piyasası Kurulu yönetmelikleriyle belirlenmiş olması sebebiyle isimli (tipik) sözleşmeler grubu içinde saymak gerekmektedir.

333. Opsiyon Sözleşmeleri

Opsiyon sözleşmesi, taraflardan birinin diğerine, belirli bir finansal değeri gelecekteki belirli bir tarihte veya belirli bir dönem içinde alıp almamak, satıp satmamak konusunda bir hak tanıdığı ve bunun karşılığında opsiyon primi olarak adlandırılan bir semene hak kazandığı sözleşmedir. Opsiyon tam iki tarafa borç yükler, isimsiz sözleşmeler grubunda yer alır. Ancak borsa opsiyonlarını Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenmiş olmaları nedeniyle isimli sözleşmeler grubu içinde saymak gerekir (AKÇAOĞLU, 2002, s.52).

Opsiyon sözleşmelerinin niteliği itibariyle sermaye piyasası aracı olduğu, sermaye piyasası araçlarının, bir varlığa dayalı olarak ihraç edilmiş olsalar bile bağımsız senetler olduğu, bu sözleşmelerin fiziken malla doğrudan herhangi bir bağlantı içerisinde bulunmadığı ayrıca bu sözleşmelerin sahiplerine ortaklık ve alacaklılık hakkı veren senet niteliğinde olduğu yapılan düzenlemelerde kabul edilmiştir (ARIKAN, 2000, s.59).

Hukukumuzda bir rüçhan hakkını ihtiva ettiği düşünülen opsiyonlar, Medeni Kanunumuzda özellikle gayrimenkuller için düzenlenen alım hakkının, menkul kıymetler üzerinde tesis edilmesi ve bu hakkın bağımsız bir senette düzenlenmesi olarak ele alınabilir. Medeni Kanunun 736. maddesinde düzenlenen, Taşınmaz Mülkiyetinin İçeriği ve Kısıtlamaları kısmında yer alan, fakat menkul mallar üzerinde de tesis edilmesi mümkün olan alım hakkı, sahibine hukuki bir muamele ile belirli bir süre içinde ve tespit edilen şartlar altında, tek taraflı bir irade beyanı ile, bir gayrimenkul veya menkul malın mülkiyetinin devrini isteme yetkisi veren, yenilik doğurucu bir haktır. Alım hakkı sahibi, sözleşmede öngörülen şartlar ve süre içinde alım hakkını kullandığı takdirde, muhatapla arasında şahsi nitelikli bir satım ilişkisi doğar. Bu ilişki gereğince, muhatap,

sözleşme konusu şeyi alım hakkı sahibine devretmek, hak sahibi de kararlaştırılan bedeli ödemek borcu altına girer. Alım hakkı, sadece sözleşmeden doğan bir haktır (NURCAN, 2005, s. 30).

Özellikle alım opsiyonu, alım hakkı ile aynı niteliklere sahiptir. Satım opsiyonu ise, hak sahibine, önceden tespit edilen şartlarla, vade sonunda, tek taraflı bir irade beyanı ile bir emtiayı ya da bir finansal değeri karşı tarafa satma yetkisi verir. Diğer bir ifade ile, satım opsiyonunda opsiyon satıcısı, opsiyon alıcısının tek taraflı iradesine bağlı olarak sözleşme konusunu satın almak borcu altına girer. Alım ya da satım opsiyonu, opsiyon hakkının yenilik doğuran bir hak olmasını etkilemez. Opsiyon sözleşmesi, alım hakkı gibi yenilik doğuran bir hak olarak nitelendirilebilir (NURCAN, 2005, s.30).

334. Swap Sözleşmeleri

Swap, içinde hem spot hem de forward işlemlerin yer aldığı aktif ya da pasif kalemlerin ya da aktif getiri veya pasif götürünün hem alınıp hem satıldığı ve fakat alım ve satım tarihlerinin farklı olduğu bir vadenin başka bir vadeyle değişimini yada değiş tokuşunu içeren işlemlerdir (EBİÇOĞLU-KAHRAMAN, 1999, s.4). Bu işlemler Borçlar Kanunu'nun 19. maddesi uyarınca bir sözleşmenin konusunun, kanunun gösterdiği sınırlar içinde serbestçe tayin olunabileceği hükmüne dayanılarak düzenlenen, iki taraflı ticari sözleşmeler niteliğindedir (SÖYLER, 2003, s. 2).

Değiş tokuş işlemlerini içeren sözleşmeler, Borçlar Kanununda "trampa" sözleşmesi olarak düzenlenmiştir. Borçlar Kanununun 232. maddesinde bahsedilen ve satımın bir çeşidi olan trampa sözleşmesi, taraflardan birinin diğer tarafa bir yada birkaç şeyin teslim ve mülkiyetini geçirmeyi, diğer tarafında aynı şekilde başka bir veya birkaç şeyin teslim ve mülkiyetini geçirmeyi taahhüt etmesi karşılığında borçlandığı sözleşmedir. Buna göre Kanun, trampa sözleşmesini ivazlı mülkiyeti devir borcu doğuran bir akit olarak düzenlemiştir. Satımdan farklı olarak trampada alınan bir malın bedeli para ile değil başka bir mal ile ödenmektedir. Paranın para ile değiştirilmesi trampa olarak değerlendirilemez. Trampa sözleşmesi finansal swapları açıklamak için uygun değildir.

Swap sözleşmesinin, karz sözleşmesiyle de ilişkisi kurulabilir. Borçlar Kanununun 306. maddesi karz akdini şöyle tanımlamaktadır: "Karz, bir akittir ki onunla ödünç veren, bir miktar paranın yahut diğer bir misli şeyin mülkiyetini ödünç alan kimseye nakil ve bu kimse dahi buna karşı miktar ve vasıfta müsavi aynı neviden şeyleri geri vermekle mükellef olur."

Buna göre, para swapı, karşılıklı iki ayrı karz sözleşmesinin birlikte yapılması olarak düşünülebilir. Bu swap türünde, birinci karz sözleşmesinde, taraflardan biri (A), piyasadan elde ettiği fonu diğer tarafa (B), aktarmakta; B, A'dan elde ettiği fonun anapara ve faizini ödeme borcunu yüklenmektedir. Aynı swap sözleşmesinde yer alan ikinci karz sözleşmesinde, B kendi elinde bulunan bir diğer para birimi cinsinden eşdeğer miktarda fonu A'ya aktarmakta, A da bu fonun anapara ve faizini ödeme borcunu yüklenmektedir (NURCAN, 2005, s.32). Borçlar Kanununun satım ve karz sözleşmelerine ilişkin tamamlayıcı nitelikte olan hükümleri para swapı sözleşmelerine uygulanmaya müsaittir

Faiz swapı sözleşmesinde ise, tarafların farklı piyasalarda elde ettikleri fonların geri ödeme yükümlülüklerini değiş tokuş etmeleri söz konusudur. Faiz swapı sözleşmesinde anaparaların teslimi gerçekleşmemektedir. Başka bir deyişle, faiz swaplarında, karz sözleşmesinin temel unsuru olan, ödünç verenin sözleşme konusunu ödünç alana geçirmeyi borçlanması unsuru yoktur. Diğer taraftan, burada bir satış sözleşmesi de söz konusu değildir. Bu farklılıkları sebebiyle, faiz swapı sözleşmeleri kullanma ve yararlanma hakkı veren, tam iki tarafa borç yükleyen, isimsiz akitler grubunda yer almaktadır. Faiz swapı sözleşmelerine uygulanacak kuralların bulunmasında, Borçlar Kanununun genel hükümleri, içtihat ve ticari örf ve adetlerden yararlanılacaktır (AKÇAOĞLU, 2002, s.51-52).

Akçaoğlu'na (2002) göre bazen satım, bazen de karz sözleşmesine benzeyen swap sözleşmesi, tam iki tarafa borç yükleyen karma bir sözleşme şeklinde değerlendirilebilir.

Sentetik repo enstrümanı olarak kullanılan swap işlemlerinin nisbi muvazaalı olduğu söylenebilir. Gerçekten de üçüncü kişileri aldatmak amacıyla görünürde muvazaalı bir işlem yapan taraflar, bu işlem ile gerçek iradelerine uyan başka bir işlemi gizlemek istemişlerse nisbi muvazaadan söz edilir. Borçlar Kanunu'nun 18. maddesinde, bir

sözleşmenin şekil ve şartlarını tayinde iki tarafın gerek yanlılıkla, gerek sözleşmedeki gerçek amaçlarını gizlemek için kullandıkları deyimlere ve isimlere bakılmayarak onların gerçek ve ortak amaçlarını aramak lazımdır hükmüne yer verilerek nisbi muvazaa düzenlenmiştir. Böylece dış görünüşüyle bir swap işlemi mevcut iken aslında bir repo işlemi ve mevduata faiz verilmesi söz konusudur. Görünürdeki (muvazaalı) işlemin arkasına gizlenmiş, tarafların gerçek iradelerine uyan bir sözleşme varsa, bu sözleşme (başta şekil şartı olmak üzere, bir sözleşmenin gerektirdiği diğer geçerlilik şartlarına sahip olmak, örneğin ahlaka, şahsiyet haklarına vs. aykırı bir nitelik taşımamak kaydıyla) geçerlidir. Özetle, söz konusu swap işlemleri nisbi muvazaalıdır, gizli ve geçerli bir anlaşma mevcut iken görünürdeki sözleşme ile mevzuat dolanılmakta ve gerek mudiler gerekse bankalar önemli vergisel ve finansal avantajlar sağlamaktadır (PEÇEN- UĞUREL, 1998, s.58-59)

34. Türev Piyasası İşlemlerinin Menkul Kıymet veya Diğer Sermaye Piyasası Aracı Niteliği

Türev piyasası işlemlerinin niteliği, vergilendirme rejiminin belirlenebilmesi için büyük önem taşımaktadır. Bu işlemlerin niteliğinden kasıt bunların menkul kıymet yada diğer sermaye piyasası araçlarından hangisine girdiğidir.

Gelişmiş mali piyasaların ve vergi sistemlerinin mevcut olduğu ülkelerde, söz konusu türev ürünlerinin muhasebeleştirilme ve vergilendirilmeleri, bunların;

- Menkul kıymet sayılıp sayılmadığına,
- Riskten korunma (hedging) ya da spekülatif amaçlarla yapılmasına,
- Vade tarihinde fiili varlık teslimi yapılıp yapılmadığına,
- Sözleşme konusu kıymetlerin yatırımcı kurumların bilançolarında mevcut olup olmadığına bağlı olarak değişmektedir.

Bu değerlendirme esaslarına göre, sözleşmelerden doğan gelirin realize edilmeden önce vergilendirilebilir bir gelir olarak kabul edilip edilmeyeceği saptanmaktadır.

5281 sayılı Vergi Kanunlarının Yeni Türk Lirasına Uyumu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun'dan önce Türk mali mevzuatında, türev ürünlerin niteliği konusunda, bugüne kadar yaşanan düzenleme eksikliğine bağlı olarak, farklı görüşlerin mevcut olduğu görülmektedir.

Bu farklı görüşlere genel hatları ile bakıldığında, söz konusu türev ürünlerin hukuk-muhasebe-vergi yönünden değerlendirilmelerinde üç değişik yaklaşım ortaya çıkmıştır. Bu yaklaşımlar, kısaca aşağıdaki gibi özetlenebilir(YAYLA-GAGO, 2000, s.4).

- 1- Türev rnlerin. menkul kıymet olarak değerlendirilerek, sözleşme süresince ortaya çıkan kar veya zararın, henüz realize edilmiş olmasa da dönemsellik ilkesine uygun olarak gelir veya gider kaydının yapılmasını savunan görüş.
- 2- Türev rnlerin sahiplerine alacaklılık hakkı tanıyan iki taraflı irade uyuşmaları olmalarından hareketle, mali hukuk açısından, kâr veya zararın bu sözleşmelerin vadeleri sonunda ortaya çıkacağını savunan görüş.
- 3- Türev rnlerin kendine özgü varlıklar olmalarından ötürü, ayrı düzenlemeye veya uygulamaya tabi olmaları gerektiğini ve belirli standartlarla halka arz edilen ve vadeli işlem borsalarında işlem gören futures sözleşmeleri ve opsiyon sözleşmelerinin menkul kıymet, tezgahüstü opsiyon sözleşmelerinin ise menkul kıymet kabul edilmemesini savunan görüş.

Menkul kıymet kavramından ne anlamak gerektiği konusunda vergi yasalarımızda herhangi bir düzenleme mevcut değildir. Bu konudaki tanımlama 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda bulunmaktadır.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3. maddesinin 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun ile değişik (b) fıkrasında sermaye piyasası araçları menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları olarak ikiye ayrılmıştır. Aynı fıkraya göre menkul kıymetler

“Ortaklık veya 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.” şeklinde tanımlanmıştır. Diğer sermaye piyasası araçları için ise “Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen evraktır. Şu kadar ki, nükut ile çek, poliçe, bono ile mevduat sertifikaları bundan müstesnadır.” denilmektedir.

Kıymetli evrak 6762 sayılı Türk Ticaret Kanununun 557. maddesinde tanımlanmıştır. Bu tanım "Kıymetli evrak öyle senetlerdir ki, bunlara mündemiç olan hak senetten ayrı olarak dermeyan edilemediği gibi, başkalarına da devredilemez." şeklindedir. Bu tanımdan da anlaşıldığı üzere her menkul kıymet bir kıymetli evrak niteliğine haiz olduğu halde, her kıymetli evrak menkul kıymet değildir (NURCAN, 2005, s. 39). Yani kıymetli evrak kavramı menkul kıymet kavramını kapsayan bir üst kavramdır. Türk doktrininde hakim olan görüş, menkul kıymetlerin kıymetli evrak olduğu yolundadır (ARIKAN, 1998, s.103) ve daha geniş bir kavram olan kıymetli evrakın, bir kıymetli evrak türü olan menkul kıymet olarak adlandırılabilmesi için yatırım amacı içermesi gerekmektedir.

Forward sözleşmeleri, kıymetli evrak ve menkul kıymet tanımlarına bakıldığında ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlamadığı gibi yatırım aracı olarak da kullanılmamakta, dönemsel gelir getirmemekte, spesifik karakterli olup misli niteliğe haiz olmamakta, seri halinde çıkarılmamakta ve aynı ibareleri taşımamaktadır. Sermaye piyasalarında (organize borsa) işlem görmeyen ve tamamen tarafların serbest iradeleri doğrultusunda oluşturulup, halka arz edilmesi de söz konusu olmayan forward sözleşmelerinin menkul kıymet niteliğine haiz olmadığı anlaşılmaktadır (KOÇ, 1999, s. 72; SARAÇ, 2001, s. 1; ULAŞ, 2002, s.2).

Swap sözleşmeleri, organize borsalarda işlem görmeyen, üçüncü şahıslara devredilmeleri mümkün olmadığından ikinci el piyasaları bulunmayan ve Borçlar Kanunu'nun 19. maddesi uyarınca bir sözleşmenin konusunun, kanunun gösterdiği sınırlar içinde serbestçe tayin olunabileceği hükmüne dayanılarak düzenlenen, iki taraflı ticari sözleşmeler niteliğinde olduklarından menkul kıymet olarak nitelendirilemezler. Ayrıca Swap sözleşmeleri ile tasarrufçunun döviz cinsinden sahip olduğu tasarruflar artmaktadır. Dolayısıyla, kişi hem kur farkı geliri hem de faiz geliri elde etmektedir. Faiz gelirleri ise

gelir vergisine tabidir(SÖYLER, 2003, s. 2). Swap yoluyla elde edilen kazançları bu açıdan değerlendirdiğimizde öncelikle swap işlemlerinin nakdi sermaye (para, döviz) kullanılarak elde edildiğini görmekteyiz. Bunun yanında swap işlemlerinin ticari, zirai ve mesleki faaliyet dışında bireysel bir yatırım olarak da yapılması mümkündür. Bu iki özelliği bakımından Menkul Sermaye İradı tanımına uyduğunda kuşku yoktur. Ancak swap işlemlerinden sağlanan gelirin Menkul Sermaye İradı olarak kabul edilebilmesi için faiz, kâr payı veya kira olarak nitelendirilebilmesi gerekmektedir. Bu noktada swap yoluyla sağlanan gelirlerin faiz, kâr payı veya kira kapsamına sokulması oldukça zor bir değerlendirme olacaktır (AYDIN, 2002, s.220).

Kıymetli evrakın temel özelliği senet ile onda işaret edilen hak arasındaki bağıdır. Kıymetli evrakta senet hakkın bir ispat vasıtası değil, unsuru niteliğindedir. Ayrıca, kıymetli evrak sayılan senetlerin ihdası, devri, kaybolmaları halinde iptali kanunca belirli şekil şartlarına tabi tutulmuştur. Forward, swap ve tezgahüstü piyasalarda işlem gören opsiyon sözleşmeleri kıymetli evrakın bu özelliklerini taşımazlar. Bu sözleşmelerin yapılması herhangi bir şekle tabi değildir. Yazılı olarak yapılabilecekleri gibi, sözlü olarak da yapılmaları dahi geçerliliklerini etkilemez. Bu sözleşmelerde bir senedin varlığının şart olmaması, kıymetli evrakın diğer unsurlarının varlığını taşımaya gerek olmaksızın, bu sayılan kıymetli evrak niteliğini haiz olmadıklarını söylemeyi gerektirir (AKÇAOĞLU, 2002, s.60).

Arıkan (2000) ve Koç'a (1999) göre belli standartlarda halka arz edilen, vadeli işlem borsalarında işlem gören ve ikincil piyasaları olan diğer finansal türev ürünlerinden futures ve opsiyon kontratlarının menkul kıymet kapsamında değerlendirilmesi mümkündür.

Ayrıca Arıkan'a (2000) göre, türev ürünlerinden futures ve opsiyon kontratlarının menkul kıymet kapsamında değerlendirilmesi menkul kıymet kavramına ters düşmeyecektir. Vadeli sözleşmelerin ticari karakterine baktığımızda bu işlemler piyasada belirli bir likidite sağlamakta, yatırımcı istediği nakit akımını bu işlemler vasıtasıyla elde edebilmekte, borçlanan tarafa ucuz finansman sağladığı görülmektedir. Ayrıca bu işlemler, istikrarlı ve tahmin edilebilir getiri elde edip, bu getiriyi maksimize etmek isteyen yatırımcılar için piyasada oluşacak olumlu ve olumsuz değişiklikler sonucunda getirilerin ne olacağı konusunda geleceğe yönelik belirsizlikleri de bir ölçüde azaltabilmektedirler.

Yani vadeli işlemler yatırım sözleşmesi mahiyetinde özellik göstermektedir. Buradan yola çıkarak bu işlemlerin menkul kıymet olarak değerlendirilmesinin en büyük gerekçesi bu işlemlerin yatırım gayesiyle yapılmasıdır.

Çetin'e (1999) göre bu görüş vadeli işlemler vasıtasıyla kazanç elde etme gayesine vurgu yapmaktadır. Ancak futures ve opsiyon sözleşmelerinin yapılış amaçlarına baktığımızda büyük çoğunluğunun kazanç elde etme gayesiyle değil riskten korunma güdüsüyle yapıldığı görülmektedir. Bu sebeplerle futures ve opsiyon sözleşmeleri ne bir adi senet nede bir menkul kıymettir. Ekonomik şartların ortaya çıkardığı ve yeni bir hukuki düzenlemeyi gerektiren kıymetli evraklardır.

Türev piyasası işlemlerinin tamamının menkul kıymet olmadığına dair görüşlerde bulunmaktadır. Örneğin Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği tarafından Aralık 2002'de lisanslama sınavlarına kaynak oluşturmak amacıyla hazırlanan Türev Araçlar Lisansı Eğitimi-İlgili Vergi Mevzuatı adlı eserde "Türev ürünlerde (vadeli işlemlerde) gelirin elde edilme zamanını belirlemek, vergilemenin en önemli unsurlarından biridir. Menkul kıymet niteliği bulunmayan bu tür işlemlerde (vadeli işlem sözleşmelerinde) vade tarihi dolmadan kâr ya da zararı belirlemek mümkün değildir. Bu sebeple verginin tahakkuk zamanı, sözleşmede belirtilen vadenin sona ermesiyle gerçekleşecektir. Bir başka deyişle, kâr veya zarar ancak işlemlerin realize edildiği vade tarihinde gerçekleşmektedir." denilmek suretiyle türev ürünlerin menkul kıymet olmadığı belirtilmiştir.

Ülkemizde 5281 sayılı Vergi Kanunlarının Yeni Türk Lirasına Uyumu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun ile yapılan düzenleme ile türev piyasası işlemlerinin menkul kıymet niteliğinde olup olmadığı şeklindeki tartışmalar açıklığa kavuşmuştur. Bu kanunda türev piyasası işlemleri diğer sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmıştır. Kanunda diğer sermaye piyasası araçları "Bankaların ve aracı kurumların taraf olduğu veya bunlar aracılığıyla yapılan; belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte, ekonomik veya finansal göstergeye dayalı olarak düzenlenenler de dahil olmak üzere, para veya sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve dövizi alma, satma, değiştirme hak ve/veya yükümlülüğünü veren vadeli işlem ve opsiyon

sözleşmeleri bu madde uygulamasında diğer sermaye piyasası aracı addolunur.” şeklinde tanımlanmıştır.

Ayrıca daha önce, vergisel açıdan pek çok kolaylık getirecek olması dolayısıyla Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş.’nin (VOB) başvurusu üzerine vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin “diğer sermaye piyasası aracı” olarak kabul edileceği hususu Sermaye Piyasası Kurulu’nun 23.10.2003 tarih ve 55/1262 sayılı kararı ile hükme bağlanmıştır.

Vergi kanunlarına bunla ilgili açık bir hüküm ancak 5281 sayılı kanunla girmiştir. Böylece 5281 sayılı kanunun yürürlüğe girmesiyle, vergi kanunları ve Sermaye Piyasası Kurulu görüşü arasında türev piyasası işlemlerinin niteliği konusunda görüş birliği oluşmuştur.

35. Türev Piyasası İşlemlerinin Vergilendirilmesi

Vergi mevzuatımızda türev ürünler için özel olarak getirilmiş kurallar bulunmamaktadır. Türev ürünlerin kullanımı sonucunda vergiyi doğuran olay gerçekleştiği takdirde vergi mevzuatımızdaki genel düzenlemeler çerçevesinde vergilendirme yapılmaktadır. Diğer taraftan vergi kanunlarında yer alan çeşitli istisna hükümlerinin türev ürünlere de uygulanma imkânının bulunması sebebiyle vergi mevzuatında dolaylı olarak türev ürünlere ilişkin az da olsa hüküm olduğunu söylemek mümkündür.

351. Gelir Vergisi

Gelir vergisi sisteminin esasını 1950 yılında Alman Vergi Sistemi’nden iktibas edilen 5421 sayılı Gelir Vergisi Kanunu oluşturmaktadır. Bu kanun 31.12.1960’da çıkarılan 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu ile yürürlükten kaldırılmıştır. Yerini 1961 yılında yürürlüğe giren ve halen yürürlükte olan Gelir Vergisi Kanunu’na bırakmıştır.

Gelir vergisi, Türk vergi sisteminin temelini oluşturmaktadır. Türkiye’de geniş bir uygulama alanı olan gelir vergisi yoluyla toplanan vergilerin vergi gelirleri içindeki payı % 50 civarındadır.

3511. Gelir Vergisinin Konusu

193 sayılı Gelir Vergisi Kanununun 1. maddesinde (07.01.2003 tarih ve 4783 sayılı Kanunun 1. maddesiyle değişen ve 01.01.2003 tarihinden geçerli olarak yürürlüğe giren şekli.), "Gerçek kişilerin gelirleri gelir vergisine tabidir. Gelir bir gerçek kişinin bir takvim yılı içinde elde ettiği kazanç ve iratların safi tutarıdır." denilmek suretiyle, gelir vergisinin mükellefi gerçek kişiler, konusu ise bir takvim yılında elde edilen gelirin safi tutarı olarak belirlenmiştir.

Gelir Vergisi Kanununun 2. maddesinde ise, (07.01.2003 tarih ve 4783 sayılı Kanunun 2. maddesiyle değişen ve 01.01.2003 tarihinden geçerli olarak yürürlüğe giren şekli.) gelir türleri 7 başlık altında şu şekilde sayılmıştır. "Gelire giren kazanç ve iratlar şunlardır:

- 1- Ticari kazançlar,
- 2- Zirai kazançlar,
- 3- Ücretler,
- 4- Serbest meslek kazançları,
- 5- Gayrimenkul sermaye iratları,
- 6- Menkul sermaye iratları,
- 7- Diğer kazanç ve iratlar.

Bu Kanunda aksine hüküm olmadıkça, yukarıda yazılı kazanç ve iratlar gelirin tespitinde gerçek ve safi miktarları ile nazara alınır."

Türev piyasası işlemlerinden elde edilecek olan kazançlar, menkul sermaye iradı, ticari kazanç ve diğer kazanç ve iratlar ile ilişkili olabileceğinden bu gelir unsurları açısından ele alınacaktır.

35111. Menkul Sermaye İradı

Menkul sermaye iradı, Gelir Vergisi Kanununun 75. maddesinde, "Sahibinin ticari, zirai veya mesleki faaliyeti dışında nakdi sermaye veya para ile temsil edilen değerlerden müteşekkil sermaye dolayısıyla elde ettiği kâr payı, faiz, kira ve benzeri iratlar menkul sermaye iradıdır." şeklinde tanımlanmıştır.

Aynı maddenin ikinci fıkrasında "Kaynağı ne olursa olsun aşağıda yazılı iratlar menkul sermaye iradı sayılır:" denilmiş ve ayrıntılı olarak bunlar sayılmıştır. Bunlar özet olarak, her nevi hisse senetlerinin kâr payları, iştirak hisselerinden doğan kazançlar, her nevi tahvil ve hazine bonusu faizleri ile toplu konut idaresi, kamu ortaklığı idaresi ve özelleştirme idaresi'nce çıkarılan menkul kıymetlerden sağlanan gelirler, alacak faizleri, mevduat faizleri, hisse senetleri ve tahvillerin vadesi gelmemiş kuponların satışından elde edilen bedeller, her çeşit senetlerin iskonto edilmesi karşılığında alınan iskonto bedelleri, kâr paylarıdır. Gelir Vergisi Kanununun 75. maddesinde yazılı iratlar, bunları sağlayan sermaye sahibinin ticari faaliyetine bağlı bulunduğu takdirde, ticari kazancın tespitinde nazara alınır. Şahıs işletme ve şirketleri ile kurumlar vergisi yükümlülerinin elde ettiği menkul sermaye iradının elde etme anında menkul sermaye iradı olarak vergi kesintisine tabi tutulması, onların bu işletmelerde ticari kazanç olarak işlem görmesini engellemez.

35112. Ticari Kazançlar

Gelir Vergisi Kanununun 37. maddesinde ticari kazanç "Her türlü ticari ve sınai faaliyetten doğan kazanç" olarak tanımlanmıştır. Tanımla irtibatlandırılmadan ticari kazanç sayılan işlemlerden ikisi de, kendi nam ve hesaplarına menkul kıymet alım-satımı ile devamlı olarak uğraşanların bu faaliyetlerinden ve coberlik işlerinden elde edilen kazançlardır.

Vergi kanunlarımızda ticari faaliyetin ne olduğu konusunda kesin bir tanımlamaya gidilmemiştir. Türk Ticaret Kanunu'nda ise ticari faaliyetten ne anlaşılması gerektiği ticari işletme bağlamında belirlenmiştir. Türk Ticaret Kanunu'nun 12'nci maddesinde ticari işletmeye bağlı olarak sayılan faaliyetleri Gelir Vergisi Kanunu açısından da ticari faaliyet olarak kabul etmek doğru bir yaklaşımdır. Türk Ticaret Kanunu'nun 12'nci maddesinin (a), (b) ve (h) bentlerinde menkul malların, kıymetli evrakın satılmak üzere tedariki ve bunların satılması ile kambiyo (döviz alım-satımı) işlemleri, ticari işletme bağlamında ticari faaliyet olarak kabul edilmiştir.

Bilindiği üzere ticari faaliyet, şahısların kazanç elde etme gayesi ile belirli bir sermaye ve emeğin tahsisi sonucunda gerçekleştirilen, devamlılık arz eden ve Gelir Vergisi Kanununda tanımı yapılmış olan zirai ve mesleki faaliyet dışında kalan faaliyetlerdir. Organizasyon veya çalışmadaki sermayenin azlığı veya çokluğu, emek unsurunun sermayeye nazaran çok daha hakim olması, Gelir Vergisi Kanunu açısından faaliyetin ticari sayılmasına etki etmez. Ticari faaliyetin asli unsurlarından biri de faaliyetin sürekli olarak yapılmasıdır. Ticari faaliyette dolayısıyla ticari kazançta süreklilik kasıt ve niyetinin varlığı, ticari organizasyonun mevcudiyeti ile açık bir şekilde ortaya çıkar. Dolayısıyla ticari organizasyonun oluşumu, bize sadece faaliyetin sürekli olarak yapıldığına ilişkin bir sonuca ulaşmamızda yardımcı olur. Bir işyeri açılması, personel çalıştırması, sermaye tahsisi, ticaret siciline kayıt olunması vs. ticari bir organizasyonun varlığını gösterir. Ticari bir organizasyonun varlığı bazı hallerde şekli ve diğer unsurları ile görülmeyebilir. Bu hallerde ilgili faaliyetlerin çokluğu, ticari kazançtaki süreklilik unsurunun tespiti bakımından önem arz etmektedir. Örneğin döviz büfelerinin önünde elindeki dövizlerle sürekli olarak seyyar döviz alım satım faaliyetiyle uğraşan şahısların işyerleri dolayısıyla maddi anlamda ticari bir organizasyonları yoktur. Bu şahısların spot piyasada sürekli olarak gerçekleştirdikleri döviz alım satım faaliyetlerinin, sadece maddi anlamda ticari organizasyonları olmadığı gerekçesiyle, ticari faaliyet dışında değerlendirmek mümkün değildir (KOÇ, 1999, s.74-75).

Nitekim Danıştay bir faaliyetin ticari olup olmadığı konusunda “Bir kazancın ticari kazanç sayılabilmesi için bulunması gereken en önemli unsur, faaliyetleri devamlılıktır. Bu ise işin niteliği, özellikleri, organizasyonu ve ticari faaliyetlerdeki işlemlerin sayısal

çokluğuna göre saptanır.” (DŞ. 4D. 13.11.1990-E:1988/2497, K:1990/3120) kararını vermiştir.

35113. Diğer Kazanç ve İratlar

Diğer kazanç ve iratlar Gelir Vergisi Kanunu'nun 80. maddesi uyarınca, değer artışı kazançları ve arızı kazançlar olmak üzere iki gruptan oluşmaktadır.

Gelir Vergisi Kanunu'nun mükerrer 80. maddesinde sayılan mal ve hakların elden çıkarılmasından doğan kazançlar, değer artışı kazancı sayılmıştır. 6 bent halinde sayılan bu kazançlardan konumuzla ilgili olanlar şunlardır;

Gelir Vergisi Kanunu'nun mükerrer 80. maddesinin birinci fıkrası “(5281 sayılı Kanununun 27 nci maddesiyle 01.01.2006 tarihinden itibaren elde edilen gelirlere uygulanmak üzere değişen bent. Yürürlük; 01.01.2006) İvazsız olarak iktisap edilenler ile tam mükellef kurumlara ait olan ve iki yıldan fazla süreyle elde tutulan hisse senetleri hariç, menkul kıymetlerin veya diğer sermaye piyasası araçlarının elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar.” şeklindedir.

Gelir Vergisi Kanunu'nun mükerrer 80. maddesinin altıncı fıkrasının 3. ve 4. paragrafları şu şekildedir;

“5281 sayılı Kanununun 27 nci maddesiyle 01.01.2006 tarihinden itibaren elde edilen gelirlere uygulanmak üzere değişen fıkra. Yürürlük; 01.01.2006) Bir takvim yılında elde edilen değer artışı kazancının, menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının elden çıkarılmasından sağlananlar hariç, 6.000 Yeni Türk Lirası gelir vergisinden müstesnadır.”

“Faaliyetine devam eden ticari bir işletmenin kısmen veya tamamen satılmasından veya ticari işletmeye dahil amortismanına tâbi iktisadi kıymetlerle birinci fıkrada yazılı hakların elden çıkarılmasından doğan kazançlar ticari kazanç sayılır ve bunlara ticari kazanç hakkındaki hükümler uygulanır.”

Gelir Vergisi Kanunu'nun 82. maddesinde sayılmış olan arızı kazançlardan konu ile ilişkisi kurulabilecek ikisi şu şekildedir:

- Arızı olarak ticari muamelelerin icrasından veya bu nitelikteki muamelelere tavassuttan elde edilen kazançlar.
- Arızı olarak yapılan serbest meslek faaliyetleri dolayısıyla tahsil edilen hasılat.

Diğer kazanç ve iratların bir ticari işletme tarafından elde edilmesi durumunda vergilendirme ticari kazanç hükümlerine göre yapılacaktır.

3512. Gelir Vergisinin Yükümlüsü

Gelir vergisinin yükümlüsü, gelir elde eden gerçek kişilerdir. Kolektif şirket ortakları ile komandit şirketlerin komandite ortaklarının kâr payları da ticari kazanç olarak gelir vergisine tabidir.

Gelir Vergisi Kanunu'nda sayılan 7 gelir unsurundan gelir elde eden herkes, bu verginin yükümlüsüdür. Öte yandan yükümlülük bakımından Türk Vatandaşlığı'nın bir önemi yoktur. Ancak Gelir Vergisi Kanunu'nda Türkiye'de yerleşmiş olmak yada olmamak durumuna göre tam ve dar yükümlülük biçiminde iki çeşit yükümlülük vardır.

Tam yükümlülük Gelir Vergisi Kanununun 3. maddesinde şöyle ifade edilmektedir.” Aşağıda yazılı gerçek kişiler Türkiye içinde ve dışında elde ettikleri kazanç ve iratların tamamı üzerinden vergilendirilirler:

1- Türkiye'de yerleşmiş olanlar;

2- 202 sayılı Kanunun 1'inci maddesiyle değişen bent) Resmi daire ve müesseselere veya merkezi Türkiye'de bulunan teşekkül ve teşebbüslere bağlı olup adı geçen daire, müessese, teşekkül ve teşebbüslerin işleri dolayısıyla yabancı memleketlerde oturan Türk vatandaşları (Bu gibilerden, buldukları memleketlerde elde ettikleri

kazanç ve iratları dolayısıyla Gelir Vergisi'ne veya benzeri bir vergiye tabi tutulmuş bulunanlar, mezkûr kazanç ve iratları üzerinden ayrıca vergilendirilmezler.

İkametgahı Türkiye'de bulunanlar ve bir takvim yılı içinde Türkiye'de devamlı olarak altı aydan fazla oturanlar (Geçici ayrılmalar Türkiye'de oturma süresini kesmez.) tam mükellef olarak vergilendirilir. Türkiye'de yerleşmiş olmayan gerçek kişiler ise dar mükellef olarak sadece Türkiye'de elde ettikleri kazanç ve iratlar üzerinden vergilendirilirler.

3513. Gelir Vergisinde Vergiyi Doğuran Olay

Gelir vergisinde vergi borcunu doğuran olay gelirin elde edilmesidir. Bu nedenle çeşitli gelir unsurlarından elde edilen kazanç ve iratların ne zaman elde edilmiş sayılacağıının belirlenmesi büyük önem taşımaktadır.

Gelir vergisi kanununda vergiye tabi gelirin ne zaman elde edilmiş sayılacağı husus her bir gelir unsuru için ayrı ayrı belirtilmiştir. Vergiye tabi gelirin elde edilmiş olması, kazanç ve iratların fiilen yada hukuken tasarruf edileceği bir hale gelmesini ifade eder. Buna göre gelirin elde edilmesi başlıca iki esasa bağlanabilir. Bunlar tahsil ve tahakkuk esasıdır.

Tahsil esasına göre kazanç ve iratların nakden veya hesaben elde edilmiş olması halinde gelir elde edilmiş sayılır. Örneğin gelirin nakit olarak yükümlü tatarından tahsili gibi.

Buna karşılık yükümlünün vergiye tabi çeşitli faaliyetlerine ilişkin olarak bir alacağı kesinleşmiş fakat bu alacak kendisine henüz ödenmemiş yada havale edilmemiş ise gelir tahakkuk etmiş olur (PEHLİVAN, 2000, s.153).

Ticari faaliyetlerde kazancın elde edilmesi tahakkuk esasına bağlanmıştır. Kazanç, alacak hakkının doğduğu yılda elde edilmiş sayılır. Edimlerin vadede ya da birden çok vadede ifa edilecek olması kazancın bütünüyle tahakkuk ettiği yıl geliri olarak vergilendirilmesini engellemez.

Menkul sermaye iratlarında ve diğer kazanç ve iratlarda ise tahsil esası uygulaması mevcuttur.

Buna göre türev piyasası işlemlerinden elde edilen gelirlerde vergiyi doğuran olay, bu işlemleri devamlı olarak, bir ticari işletme çatısı altında ve ticari faaliyet olarak yapılması durumunda tahakkuk esasına göre gerçekleşecektir.

3514. Türev Piyasası İşlemlerinde Tahakkuk

Türev piyasası işlemlerinde gelirin elde edilme zamanını belirlemek, vergilemenin en önemli unsurlarından birisidir. Vergi Usul Kanununun 19. maddesinde vergiyi doğuran olay belirtilmiş ve şöyle denilmiştir.

“Vergi alacağı, vergi kanunlarının vergiyi bağladıkları olayın vukuu veya hukuki durumun tekemmülü ile doğar.

Vergi alacağı mükellef bakımından vergi borcunu teşkil eder. “

Türev piyasası işlemlerinde genel olarak bir spot işlem ve bir de vadeli işlem vardır. Vadeli işlemlerin hepsinde belirlenmiş bir vade vardır. Vade tarihi dolmadan kâr yada zararı belirlemek mümkün değildir. Yani bu tür işlemler vade tarihi dolana kadar bir taahhütten ibarettir. Sözleşmede belirtilen vade tarihinde talep hakkı, dolayısıyla hukuki tasarruf imkanı ortaya çıkmış bulunduğundan tahakkuk esasına göre kâr yada zarar, işlemlerin realize edildiği bu vadenin dolmasıyla gerçekleşmektedir (TURGUT, 2002, s.159).

Organize borsalarda işlem gören futures sözleşmelerinin nakdi uzlaşma ile kapatılması durumunda kâr ve zarar işlemin gerçekleştiği anda ortaya çıkmaktadır. Ancak sözleşmenin teslimle gerçekleşmesi halinde her iki taraf içinde kâr veya zararın doğduğunu iddia etmek mevcut yasal çerçevede zordur. Futures sözleşmesinin vadesinin dolmasını beklemeden borsada satışının yapılması durumunda kâr veya zarar alış bedeli ile satış fiyatı arasındaki fark olacak ve işlemin yapıldığı anda gerçekleşecektir (ÇETİN, 1999, s.40).

Opsiyon sözleşmelerinde ise sözleşmeden doğan alma yada satma hakkının vadede kullanılmaması durumunda, opsiyon satıcısı opsiyon primi kadar kâr, opsiyon alıcısı aynı tutarda zarar edecektir. Opsiyon sözleşmelerinin vadeden önce bir başkasına devredilmeleri halinde opsiyon primi ile tahsil edilen tutar arasındaki fark kadar oluşan kâr yada zarar vergilendirme açısından oluşan değer anlamına gelecektir. Opsiyon hakkının vadede kullanılması durumunda opsiyon satıcısı, satış hasılatı ile sözleşme dolayısıyla sattığı malın maliyeti arasındaki fark üzerinden vergiye tabi olurken, opsiyon alıcısı satın aldığı mal yada değeri sattığı anda ortaya çıkan kâr üzerinden vergilendirilecektir (NURCAN, 2005, s.54-55).

Bir menkul kıymet niteliği bulunmayan ve tezgahüstü piyasalarda işlem gören forward ve swap sözleşmeleri vade tarihi dolana kadar bir taahhütten ibarettir. Bu işlemlerde kâr veya zarar ancak işlemlerin realize edildiği vade tarihinde gerçekleşecektir (ERİŞTİ, 2001, s.94).

3515. Türev Piyasası İşlemlerinin Vergilendirilmesi

Türev Piyasası İşlemlerinin şahıs işletmesi, şahıs şirketi yada bir kurum olarak bir ticari organizasyon içerisinde elde edilmesi durumunda ticari kazanç olarak vergilendirilecektir.

Türev piyasası işlemlerinin vergilendirilmesindeki esas sorun, bu işlemlerin ticari bir faaliyet dışında yapılması durumunda elde edilen gelirin vergilendirilmesidir. Bu konuda bazı tartışmalar vardır.

Bunlardan ilki bu sözleşmelerin menkul kıymet olup olmadığıdır. Daha öncede belirtildiği üzere forward, swap ve organize olmayan piyasalarda işlem gören opsiyon gibi tezgahüstü piyasalarda yapılan işlemler menkul kıymet niteliğine haiz değildir.

Organize piyasalarda işlem gören futures ve opsiyon sözleşmelerinin ise menkul kıymet olduğunu belirten görüşler yanında menkul kıymet olmadığını belirten görüşlerde mevcuttur. Bu işlemlerin menkul kıymet olduğunu belirten görüşleri dikkate aldığımızda, bu işlemlerden elde edilen gelirin menkul sermaye iradı olarak vergilendirilip vergilendirilemeyeceği sorunuyla karşılaşyoruz.

Şöyle ki, menkul sermaye iradını tanımlayan Gelir Vergisi Kanunu'nun 75. maddesine göre menkul sermaye iradı "Sahibinin ticari, zirai veya mesleki faaliyeti dışında nakdi sermaye veya para ile temsil edilen değerlerden müteşekkil sermaye dolayısıyla elde ettiği kar payı, faiz, kira ve benzeri iratlar" şeklinde tanımlanmıştır. Bu tanımdan hareket edildiğinde, "forward", "futures", "swap" ve "opsiyon" işlemlerinden elde edilen gelirlerin nitelikleri itibariyle menkul sermaye iradı olarak kabul edilmesi mümkün görülmemektedir. Tanımda da görüldüğü gibi bu işlemlerde bir süre için kullandırma olgusu yoktur.

Ülkemizde 5281 sayılı Vergi Kanunlarının Yeni Türk Lirasına Uyumu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun'unun 30. maddesiyle Gelir Vergisi Kanununa eklenen geçici 67. madde ile yapılan düzenleme ile türev piyasası işlemlerinin menkul kıymet niteliğinde olup olmadığı şeklindeki tartışmalar açıklığa kavuşmuştur. Bu kanunda türev piyasası işlemleri, diğer sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmıştır. Kanunda diğer sermaye piyasası araçları "Bankaların ve aracı kurumların taraf olduğu veya bunlar aracılığıyla yapılan; belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte, ekonomik veya finansal göstergeye dayalı olarak düzenlenenler de dahil olmak üzere, para veya sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve dövizini alma, satma, değiştirme hak ve/veya yükümlülüğünü veren vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri bu madde uygulamasında diğer sermaye piyasası aracı addolunur." şeklinde tanımlanmıştır.

Aslında bu tanımda, türev ürünlerden hangilerinin Geçici 67. maddesinin (1) numaralı fıkrası kapsamında tevkifata tabi bir "diğer sermaye piyasası aracı" olarak değerlendirilmesi gerektiği tartışmalıdır. Ancak Maliye Bakanlığı'nın görüşüne göre "vadeli işlemler" forward, swap vb. diğer türev ürünleri de kapsayacak şekilde anlaşılmalıdır (TSPAKB, 2006, s.59).

Gelir Vergisi Kanunu'nun mükerrer 80. maddesi değer artış kazançları ile ilgilidir. Bu maddede "Aşağıda yazılı mal ve hakların elden çıkarılmasından doğan kazançlar değer artışı kazançlarıdır." denilmekte ve altı bent halinde bunlar belirtilmektedir..

Bu maddenin birinci fıkrası "(5281 sayılı Kanununun 27 nci maddesiyle 01.01.2006 tarihinden itibaren elde edilen gelirlere uygulanmak üzere değişen bent. Yürürlük;

01.01.2006) İvazsız olarak iktisap edilenler ile tam mükellef kurumlara ait olan ve iki yıldan fazla süreyle elde tutulan hisse senetleri hariç, menkul kıymetlerin veya diğer sermaye piyasası araçlarının elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar.” şeklindedir. Gelir Vergisi Kanunu'nun mükerrer 80. maddesinde geçen “elden çıkarma” deyimini, yukarıda yazılı mal ve hakların satılması, bir ivaz karşılığında devir ve temlik, trampa edilmesi, takası, kamulaştırılması, devletleştirilmesi, ticaret şirketlerine sermaye olarak konulmasını ifade eder. Burada da görüldüğü gibi diğer sermaye piyasası araçlarının elden çıkarılmasından elde edilecek gelirler değer artış kazançları çerçevesinde değerlendirilecek ve gelir vergisine tabi tutulacaktır.

Ancak bu diğer sermaye piyasası araçları bir işletme tarafından elden çıkarıldığı takdirde bu sebeple doğacak kazanç ticari kazanç sayılır ve ticari kazanç hükümleri çerçevesinde değerlendirilir. Bununla ilgili olarak Gelir Vergisi Kanunu'nun mükerrer 80. maddesinin altıncı fıkrasının 3. ve 4. paragrafları şu şekildedir; “5281 sayılı Kanunun 27 nci maddesiyle 01.01.2006 tarihinden itibaren elde edilen gelirlere uygulanmak üzere değişen fıkra. Yürürlük; 01.01.2006) Bir takvim yılında elde edilen değer artışı kazancının, menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının elden çıkarılmasından sağlananlar hariç, 6.000 Yeni Türk Lirası gelir vergisinden müstesnadır.” ve “Faaliyetine devam eden ticari bir işletmenin kısmen veya tamamen satılmasından veya ticari işletmeye dahil amortismanla tâbi iktisadi kıymetlerle birinci fıkrada yazılı hakların elden çıkarılmasından doğan kazançlar ticari kazanç sayılır ve bunlara ticari kazanç hakkındaki hükümler uygulanır.” şeklindedir.

3516. Türev Piyasası İşlemlerinde Vergi Stopajı

5281 sayılı Vergi Kanunları'nın Yeni Türk Lirası'na Uyumunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanunun 30. maddesi ile 01.01.2006 tarihinden itibaren elde edilen gelirlere uygulanmak üzere, Gelir Vergisi Kanunu'na eklenen geçici 67. maddede dört ayrı tevkifat müessesesi düzenlenmiştir. Madde hükümleri 31.12.2015 tarihine kadar uygulanacaktır. Gelir Vergisi Kanunu'nun geçici 67. maddesi ile yapılan bu düzenleme daha yürürlüğe girmeden, 2005 yılı sonunda kabul edilen 5436 sayılı Yasa'nın 14. maddesinin (d) bendi ile değiştirilmiştir. Daha sonra Maliye Bakanlığı bu yasaya açıklık getirmek için 30.12.2005 tarih ve 26039 tarihli Resmi Gazete'de 257 Seri No.lu

Gelir Vergisi Genel Tebliği' ni yayımlamıştır. 5281 sayılı yasanın türev ürünleri ilgilendiren kısımları ile ilgili açıklamalarımızı daha çok 257 Seri No.lu Gelir Vergisi Genel Tebliği'ndeki açıklamalar doğrultusunda yapacağız.

Söz konusu Yasa ile birçok vergi Kanunu'nda değişiklik yapılmakla birlikte en önemli değişiklik menkul kıymetlerden ve diğer sermaye piyasası araçlarından elde edilen gelirlerin gelir vergisine tabi tutulması açısından Gelir Vergisi Kanunu'nda yapılan değişikliklerdir. Yapılan değişiklikler ile menkul kıymetlerden ve diğer sermaye piyasası araçlarından sağlanan kazançların beyanı ve vergilendirilmesinde on yıl süreyle yürürlükte kalacak önemli düzenlemeler yapılmıştır. Vergilemede basitliğin sağlanması ile finansal araçlardan elde edilen gelirlerin vergilendirilmesinde tek ve ortak bir düzene geçilmesi amaçlanmıştır. 31.12.2005 tarihine kadar geçerliliği devam eden sistemden önce finansal araç gelirleri çok çeşitli şekillerde vergilendirilmekteydi. Yeni sistem ile kural olarak finansal araçların stopaj yoluyla vergilendirilmesi ve kaynakta vergilemenin nihai vergilendirme kabul edilerek söz konusu gelirlerin beyan edilmemesi ilkesinin benimsendiği görülmektedir (KOÇAK, 2005, s.1).

Kanun maddesinde yer alan menkul kıymet ile diğer sermaye piyasası araçlarından ne anlaşılması gerektiğinin belirlenmesi için 5281 sayılı Kanun'un 30. maddesinin 13 numaralı fıkrasında verilen tanımlara bakmak gereklidir. 13 numaralı fıkra şu şekildedir;

“Bu maddede geçen menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası aracı ifadesi, özel bir belirleme yapılmadığı sürece Türkiye’de ihraç edilmiş ve Sermaye Piyasası Kurulunca kayda alınmış ve/veya Türkiye’de kurulu menkul kıymet ve vadeli işlem ve opsiyon borsalarında işlem gören menkul kıymetler veya diğer sermaye piyasası araçları ile kayda alınmamış olsa veya menkul kıymet ve vadeli işlem borsalarında işlem görmese dahi Hazinece veya diğer kamu tüzel kişilerince ihraç edilecek her türlü menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracını ifade eder.

Bankaların ve aracı kurumların taraf olduğu veya bunlar aracılığıyla yapılan; belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte, ekonomik veya finansal göstergeye dayalı olarak düzenlenenler de dahil olmak üzere, para veya sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve dövizi alma, satma, değiştirme hak ve/veya yükümlülüğünü veren

vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri bu madde uygulamasında diğer sermaye piyasası aracı addolunur.”

Bu tanımlamaların Gelir Vergisi Kanunu'nun menkul sermaye iratları ile değer artış kazançları hükümleri uygulamasında da geçerli olacağı kabul edilmelidir (KOÇAK, 2005, s.2). Daha öncede belirttiğimiz gibi kanunda yapılan diğer sermaye piyasası araçları tanımının tüm türev piyasası işlemlerini kapsayıp kapsamadığı pek açık olmasa da Maliye Bakanlığının görüşü bu tanımın tüm türev piyasası işlemlerini kapsadığı şeklindedir.

Bu tanımlama dışında kalan bir menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracının alım satımı veya itfası dolayısıyla elde edilen getiriler Gelir Vergisi Kanununun Geçici 67. maddesinin (1) numaralı fıkrası kapsamında tevkifata tabi değildir.

5281 sayılı yasanın geçici 67. maddesinin 1. fıkrası ile bankalar ve aracı kurumlar takvim yılının üçer aylık dönemleri itibarıyla;

- a- Alım satımına aracılık ettikleri menkul kıymetler ile diğer sermaye piyasası araçlarının alış ve satış bedelleri arasındaki fark,
- b- Alımına aracılık ettikleri menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası araçlarının itfası halinde alış bedeli ile itfa bedeli arasındaki fark,
- c- Menkul kıymetlerin veya diğer sermaye piyasası araçlarının tahsiline aracılık ettikleri dönemsel getirileri (herhangi bir menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracına bağlı olmayan),
- d- Aracılık ettikleri menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası araçlarının ödünç işlemlerinden sağlanan gelirler

üzerinden % 15 oranında vergi tevkifatı yaparlar. Dikkat edilecek olursa, bu işlemlerde esas olan, işlemin kâr-kazanç ile kapanmış olmasıdır. İşlemler zararlı sonuçlanmış ise vergi konusu olacak artı fark doğmadığı için stopaj yapılmayacaktır (www.yaklasim.com/mevzuat/dergi/makaleler/2006027788.htm-56517-bytes,02.04.2006).

Yasa metninde geçici bir dönem için yapılacak ve nihai vergilendirme niteliğindeki bu vergi kesintisini yapacak olan sorumluları geçici madde 67 iki grup etrafında toplamış ise de aslında bunlar dört gruptan oluşmaktadır.

- 1- Bankalar ve ilave olarak T.C. Merkez Bankası
- 2- Katılım bankaları (Eskinin özel finans kuruluşları)
- 3- Aracı kurumlar
- 4- Takasbank-Merkezi Kayıt Kuruluşu (Saklamacı kuruluşlar)

Yapılacak vergi kesintisinin kapsamı geniş tutulduğu için, kanun koyucu, işlemlerin türüne göre, kesinti yapmakla yükümlü kuruluşların sayısını artırmıştır (www.yaklasim.com/mevzuat/dergi/makaleler/2006027788.htm-56517-bytes,02.04.2006).

Aynı menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracından değişik tarihlerde alımlar yapıldıktan sonra bunların bir kısmının elden çıkarılması durumunda ilk giren ilk çıkar yöntemi kullanılmak suretiyle, tevkifat matrahının tespitinde dikkate alınacak alış bedeli belirlenecektir. Aynı gün içinde yapılan alım-satım işlemlerinde ağırlıklı ortalama fiyat bilgisi dikkate alınabilecek, ancak tevkifat matrahı ilk giren ilk çıkar yöntemine göre belirlenecektir.

Bir menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası aracının alımından önce elden çıkarılması halinde, elden çıkarılma tarihinden sonra yapılan ilk alım işlemi esas alınarak üzerinden tevkifat yapılacak tutar tespit edilecektir.

Üç aylık dönem içerisinde aynı türden menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracı ile ilgili olarak birden fazla alım satım işlemi yapılması halinde tevkifatın gerçekleştirilmesinde bu işlemler tek bir işlem olarak dikkate alınacaktır.

Bir menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracının itfası halinde, tevkifat matrahı alış bedeli ile itfa bedeli arasındaki fark olacaktır. Alış veya itfa işlemleri sırasında ödenen

komisyonlar ile Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi, tevkifat matrahının tespitinde dikkate alınacaktır (DEMİR, 2006, s.20). Bu giderler dışında başkaca bir giderin tevkifat matrahının tespitinde dikkate alınması mümkün değildir. Ancak 1 numaralı fıkra uyarınca yapılacak tevkifatta, alış ve satış işlemleri sırasında ödenen komisyonlar ile banka ve sigorta muameleleri vergisi tevkifat matrahının tespitinde dikkate alınmasına karşın, 3 numaralı fıkra uyarınca yapılacak tevkifatta matrahın tespitinde dikkate alınmaları mümkün değildir.

Döviz, altına veya başka bir değere endeksli menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracının alış ve satış bedeli olarak işlem tarihindeki Yeni Türk Lirası karşılıkları esas alınarak tevkifat matrahı tespit edilecektir. Menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası aracının yabancı bir para cinsinden ihraç edilmiş olması halinde ise tevkifat matrahının tespitinde kur farkı dikkate alınmayacaktır.

Geçici 67 nci maddenin (1) numaralı fıkrası uyarınca, bankalar ve aracı kurumlar tarafından takvim yılının üçer aylık dönemleri itibarıyla tevkifat yapılacaktır. Tevkifat matrahı tespit edilirken işlem günündeki bilgiler esas alınacak olup, tevkifat alım-satımına ilişkin takas tarihinde yapılacaktır. Söz konusu üçer aylık tevkifat dönemleri aşağıda belirtildiği gibi olacaktır.

Birinci dönem; Ocak-Şubat-Mart

İkinci dönem; Nisan-Mayıs-Haziran

Üçüncü dönem; Temmuz-Ağustos-Eylül

Dördüncü dönem; Ekim-Kasım-Aralık

1 nolu fıkra kapsamında yapılan tevkifat tutarları, verilecek muhtasar beyannameye dahil edilmez. Banka ve aracı kurumlar, tevkif ettikleri vergileri şekli ve muhteviyatı Maliye Bakanlığınca belirlenecek bir beyanname ile tevkifat dönemini izleyen ayın yirminci günü akşamına kadar bağlı oldukları vergi dairesine beyan eder ve yirmi altıncı günü akşamına kadar öderler.

Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan borsa yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonları dışında kalan gerçek veya tüzel kişilerin elde ettikleri gelirler tevkifat kapsamında olacaktır. Tevkifatın gerçekleştirilmesinde, gelir sahibinin gerçek veya tüzel kişi ya da dar veya tam mükellef olması, vergi mükellefiyeti bulunup bulunmaması, vergiden muaf olup olmamasının bir önemi bulunmamaktadır. Elde edilen gelirlerin vergiden istisna olup olmamasının da tevkifat uygulamasında bir önemi bulunmamaktadır. Ancak geçici 67. maddenin uygulanmasıyla ilgili bu madde hükmü, kanunun uygulanması esnasında yaşanan sıkıntılar sebebiyle yapılacak bir revizyonla Maliye Bakanlığı tarafından değiştirilmeye karar verilmiştir. Buna göre, ülkemizde yerleşik olmayan dar mükellef gerçek kişi ve kurumların, diğer bir ifadeyle yurtdışında yerleşik yatırımcıların, vergilemesinde Avrupa Birliği uygulamaları çerçevesinde mukimlik ilkesi esas alınmaya başlanarak yurtdışı yerleşiklerin finansal araçlardan Türkiye’de elde ettikleri kazanç ve iratlara uygulanacak stopaj oranının sıfıra indirilmesine karar verilmiştir. Bir başka deyişle, artık bu yatırımcılardan stopaj yapılmayacak ve bunlar açısından beyanname verilmesi de söz konusu olmayacaktır (http://www.maliye.gov.tr/basin_aciklama/SN.%20BAKAN%2022%20HAZİRAN.doc, 22.06.2006).

Geçici 67 nci maddeyle getirilen düzenleme ile gerçek kişilerce, çeşitli finansal araçlardan ticari faaliyet kapsamında olmaksızın elde edilen getirilerin aynı düzeyde kaynakta vergilenmesi, ticari faaliyetlere dahil olmayan gelirler için kaynakta yapılan bu vergilemenin nihai vergileme olması öngörülmüştür. Bu çerçevede, gerçek kişilerce elde edilen ve Geçici 67 nci madde kapsamında tevkifata tabi tutulan kazançlar için tutarı ne olursa olsun yıllık veya münferit beyanname verilmeyecektir. Diğer gelirler dolayısıyla verilecek yıllık beyannameye de bu gelirler dahil edilmeyecektir. Geliri elde edenin tam veya dar mükellef olması durumu değiştirmeyecektir. Geçici 67 nci madde kapsamında tevkifata tabi tutulan gelirlerin gerçek kişilerce ticari faaliyet kapsamında elde edilmesi halinde, bu gelirler ticari kazancın tespitinde dikkate alınacaktır. Tevkif suretiyle ödenmiş olan vergiler, genel hükümler çerçevesinde ticari kazançla ilgili olarak verilen beyanname üzerinden hesaplanan gelir vergisinden mahsup edilecektir. Mahsup sonrası arta kalan bir tutarın bulunması halinde bu tutar genel hükümler çerçevesinde red ve iade edilecektir.

Geçici 67 nci maddenin (14) numaralı fıkrası uyarınca, bankalar veya aracı kurumlar, diğer sermaye piyasası aracı addolunan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri yapmaları

halinde, sözleşmeye baz alınan kıymetin piyasa fiyatına göre oluşan değeri ile işlem fiyatına göre oluşan değeri arasındaki fark üzerinden sözleşmenin sona erdiği tarih itibarıyla % 15 oranında tevkifat yapacaklardır. Bu kazancın bir kısmının sözleşmenin devamı sırasında lehdara ödenmesi halinde tevkifat yapılmasına gerek bulunmamaktadır. Ancak, sözleşme sona ermeden sözleşmeden doğan kazancın ilgisine (lehdara) ödenmesi sırasında sözleşme sonunda doğacak verginin ödenmesini güvenceye alacak önlemlerin banka ve aracı kurumca alınması gerekmektedir. Türev ürün sözleşmesi bir bütün olarak dikkate alınacak olmakla birlikte, birden fazla yıla yayılan türev ürünlere ilişkin sözleşmeden doğan kar yada zararın, dönemsel olarak ödenmesinin öngörüldüğü hallerde, her ödeme dönemi itibarıyla lehdara yapılan ödemelerden tevkifat yapılacaktır. Aynı türden menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracı alım satımından doğan zararlar takvim yılı aşılmamak kaydıyla izleyen dönemlerin tevkifat matrahından mahsup edilebilecektir (257 Seri No.lu Gelir Vergisi Genel Tebliği, Seri No: 257, s.13).

Türkiye’ de kurulu vadeli işlem ve opsiyon borsalarında 2006 yılında yapılan işlemlerden elde edilen kazançlar için tevkifat oranı bu borsanın gelişimine yardımcı olmak için sıfır olarak uygulanacaktır. Gerçek kişiler ise bu uygulamanın dışında bırakılmıştır. Vadeli işlem sözleşmelerinin ters pozisyon ile kapatılması veya nakdi uzlaşma sonucu elde edilen gelirlerin %15 stopaja tabi olmakla birlikte, geçici 67’nci madde ile sadece 2006 yılında yapılan sözleşmeler için oran %0 olacak ancak takas merkezine yatırılan nakit teminatların nemalandırılması sonucundan elde edilen gelirler %15 stopaja tabi olacaktır. Bu surette gelir elde eden tam mükellef bireysel yatırımcılarca yıllık beyanname verilmeyecektir. Diğer gelirler dolayısıyla verilecek yıllık beyannameye bu gelirler dahil edilmeyecektir. Ticari faaliyet kapsamında elde edilen gelirler ticarî kazanç hükümleri çerçevesinde kazancın tespitinde dikkate alınacak ve tevkif suretiyle ödenmiş olan vergiler, tevkifata tâbi kazançların beyan edildiği beyannamelerde hesaplanan vergiden mahsup edilecektir.

Tam ve dar mükellef kurumların (Türkiye’de işyeri veya daimi temsilci aracılığıyla faaliyette bulunmayanlar hariç) 2006 yılında aralarında yaptıkları vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinden doğan kazançları bakımından bu madde hükmü uygulanmayacaktır. Banka ve benzeri finans kurumları için Türkiye’de işyeri veya daimi temsilci aracılığıyla faaliyette bulunma şartı aranmamaktadır. Bu madde hükmünden anlaşıldığı üzere tam ve

dar mükellef kurumların aralarında yaptıkları vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri için geçici 67. madde ile getirilen stopaj uygulaması geçerli değildir.

Ancak 2006 yılı başından itibaren uygulanmaya başlanan bu kanunun geçici 67. maddesi ile getirilen vadeli işlem ve opsiyon borsalarında yapılan sözleşmelerden elde edilen kazançların sadece 2006 yılı için stopaj kapsamı dışında tutulması uygulaması tekrar ele alınarak, gerekli yasal düzenlemeler yapıldıktan sonra sürekli hale getirilmesi için çalışmalar yapılmaktadır (http://www.maliye.gov.tr/basin_aciklama/SN.%20BAKAN%2022%20HAZİRAN.doc, 22.06.2006).

Maliye Bakanlığı'nın 30.12.2005 tarih ve 26039 tarihli Resmi Gazete'de yayımlandığı 257 Seri No' lu Gelir Vergisi Genel Tebliği'nde vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine uygulanacak tevkifatın nasıl olacağı ile ilgili örnekler verilmiştir.

Örnek 1 :

Bay (A)' nın, 07/06/2006 tarihinde (X) Bankasıyla yaptığı 3 ay vadeli forward USD alım sözleşmesine ilişkin veriler aşağıdaki gibidir:

Sözleşme tutarı	: 1.000.000. USD
Vade	: 3 Ay
İşlem anındaki spot kur	: 1,3200
Forward kur	: 1,3600
Vadede spot kur	: 1,2900

Bu veriler doğrultusunda Bay (A), üç ayın sonunda 1,3600' lık kur üzerinden 1.000.000 USD karşılığında 1.360.000 YTL ödeyecektir. Vade tarihindeki spot kur forward kurdan düşük olduğundan bu işlem zararlı sonuçlanacak olup, tevkifat yapılması söz konusu değildir. Bay (A), oluşan zararını, takvim yılı aşılmamak kaydıyla izleyen dönemlerde oluşan aynı türden kazançlarından mahsup edebilecektir.

Vadedeki spot kurun 1,2900 değil 1,3700 olması durumunda ise Bay (A)' nın bu işlemi kârla sonuçlanacak ve tevkifat matrahı aşağıdaki gibi hesaplanacaktır:

Tevkifat Matrahı= Sözleşmeye baz alınan kıymetin piyasa fiyatına göre oluşan değeri
(Vadedeki spot kur) - Sözleşmeye baz alınan kıymetin işlem
fiyatına göre oluşan değeri (Forward kur)

$$\begin{aligned}\text{Tevkifat Matrahı} &= 1.000.000 \text{ USD} * (1,3700 - 1,3600) \\ &= 10.000 \text{ YTL}\end{aligned}$$

Örnek 2 :

Bay (B), (Y) Bankasıyla 6 ay vadeli opsiyon sözleşmesi yaparak USD alış, YTL satış hakkı elde etmiştir. Bu sözleşmeye ilişkin veriler aşağıdaki gibidir:

Sözleşme Tutarı	: 2.000.000 USD
Vade	: 6 Ay
İşlem anındaki spot kur	: 1,3400
Opsiyon Kuru	: 1,4300
Opsiyon Primi	: 20.000 USD (2.000.000* %1)
Vadede spot kur	: 1,4000

Bu durumda vade tarihindeki spot kur, opsiyon kurundan düşük olduğu için Bay (B) dezavantajlı durumda olacak ve opsiyon hakkını kullanmayacaktır. Bay (B)'nin opsiyon hakkını kullanmamaktan dolayı bir kâr veya zararı söz konusu olmamakla birlikte, bu işlem nedeniyle ödediği 20.000 USD tutarındaki opsiyon primi, sözleşme tarihindeki kur üzerinden Türk Lirasına çevrilecek olup, bu işlemde kaynaklanan zarar takvim yılı aşılılmamak kaydıyla izleyen dönemlerde oluşan aynı türden kazançlarından mahsup edilebilecektir.

$$\begin{aligned}\text{Opsiyon Primi} &= 20.000 \text{ USD} * 1,340 \\ &= 26.800 \text{ YTL}\end{aligned}$$

Vadedeki spot kurun 1,4000 yerine 1,4800 olması durumunda Bay (B) avantajlı durumda olduğundan opsiyon hakkını kullanacaktır.

Bay(B)' nin bu işlemine ilişkin tevkifat matrahı şöyle hesaplanacaktır:

Tevkifat Matrahı= (Sözleşmeye baz alınan kıymetin piyasa fiyatına göre oluşan değeri
- Sözleşmeye baz alınan kıymetin işlem fiyatına göre oluşan değeri) – Opsiyon Primi

Tevkifat Matrahı = 2.000.000 USD *(1,4800-1,4300)-Opsiyon Primi
= 100.000 YTL- 26.800 YTL
= 73.200 YTL

Örnek 3 :

Bay (C), opsiyon primi olarak 3 ay vadeli USD alış, YTL satış hakkını bankaya satmıştır. Bu sözleşmeye ilişkin veriler aşağıdaki gibidir:

Sözleşme Tutarı	: 1.000.000 USD
Vade	: 3 ay
İşlem anındaki spot kur	: 1,3400
Opsiyon Kuru	: 1,3800
Opsiyon Primi	: 10.000 USD (1.000.000* % 1)
Vadede spot kur	: 1,3500

Bu durumda, vade tarihindeki spot kur, opsiyon kurundan düşük olduğundan Banka dezavantajlı durumda olacak ve opsiyon hakkını kullanmayacaktır. Bay(C)' nin bankayla yapmış olduğu opsiyon sözleşmesi dolayısıyla elde etmiş olduğu opsiyon primi ise, bu sözleşmeden doğan kazanç olarak değerlendirilecek ve Geçici 67. maddeye göre tevkifat yapılacaktır.

Opsiyon Primi = 10.000 USD*1,340
= 13.400 YTL

Tevkifat Matrahı = Opsiyon Primi
= 13.400 YTL

Örnek 4 :

Bay (D), 15/01/2006 tarihinde; (XY) Bankasına olan 10.000.000 USD tutarındaki 1 yıl vadeli 3 ayda bir LİBOR faiz ödemeli borcuna karşılık olmak üzere, (Z) Bankası ile % 5 faiz oranı ile 1 yıl vadeli 3 ayda bir faiz ödemeli swap sözleşmesi düzenlemiştir.

Sözleşme Tutarı : 10.000.000 USD
Sözleşme tarihi : 15/01/2006
Sabit Faiz : % 5
Değişken Faiz : USD LİBOR

Faiz değişim tarihleri LİBOR
15/04/2006 % 5.50
15/07/2006 % 4.75
15/10/2006 % 5.25
15/01/2007 % 6.00

Faiz değişim miktarları ve Bay (D)'nin stopaj matrahı aşağıdaki şekilde olacaktır.

Faiz Değişim Tarihleri	LİBOR	Müşteriden Alınan Faiz (USD)	(XY) Bankasına Ödenen Faiz (USD)	Müşteri Lehine Fark (USD)	Stopaj Matrahı (USD)
15/04/2006	5.50	125.000	137.500	12.500	12.500
15/07/2006	4.75	125.000	118.750	(6.250)	0
15/10/2006	5.25	125.000	131.250	6.250	0
15/01/2007	6.00	125.000	150.000	25.000	25.000

Bu durumda, Bay (D) 15/04/2006 tarihinde değişken faizden sabit faize geçmiş olması nedeniyle avantajlı durumda olduğundan (Z) Bankasının 12.500 USD' yi işlem tarihindeki kur üzerinden YTL'ye çevirerek bu tutar üzerinden % 15 oranında tevkifat yapması gerekmektedir. Ancak, sözleşme gereği (Z) Bankası (XY) Bankasına 137.500 USD faizi tam olarak ödemek zorunda olduğundan, müşteri lehine fazladan ödenen 12.500 USD

karşılığı Yeni Türk Lirasına isabet eden % 15 oranındaki stopaj vergi tutarının müşteriden ayrıca tahsili yoluna gidilecektir.

15/07/2006 tarihinde Bay (D) 6.250 USD zarar ettiğinden herhangi bir tevkifat yapılması söz konusu olmayacaktır.

15/10/2006 tarihinde ise Bay (D) swap işleminden dolayı 6.250 USD karlı olacaktır. Ancak, önceki üç aylık dönemde aynı tür işlemde oluşan zarar mahsup edilecek olup, bu dönemde de herhangi bir tevkifat yapılmayacaktır.

15/01/2007 tarihinde ise Bay (D)'nin yine yapılan swap işleminden dolayı avantajlı olması nedeniyle (Z) Bankası 25.000 USD' yi işlem tarihindeki kur üzerinden YTL'ye çevirmek suretiyle yukarıda açıklandığı şekilde tevkifata konu edecektir.

Örneklere geçen spot kur, işleme taraf olan banka tarafından kullanılan işlem anındaki kuru, böyle bir kurun bulunmaması halinde ise Merkez Bankası döviz alış kurunu ifade etmektedir

352. Kurumlar Vergisi

Türk vergi sisteminde geliri vergilendiren ikinci vergi kurumlar vergisidir. Bu nedenle, kurumlar vergisi de tıpkı gelir vergisi gibi gelir üzerinden alınan bir vergidir. Gelir vergisi ile kurumlar vergisi arasındaki en önemli fark mükellefiyettir. Gelir vergisi gerçek kişilerin gelirini vergilendirirken, kurumlar vergisi kurum olarak nitelendirilen bazı tüzel kişilerle, tüzel kişiliği olmayan bazı kuruluşları vergilendirmektedir (PEHLİVAN, 2000, s.283).

3521. Kurumlar Vergisinin Konusu

Kurumlar Vergisi Kanunu'na göre kurumlar vergisinin konusu kurumların kazancıdır. Kurumlar Vergisi Kanununun 1.maddesinde "Kurum kazancı, Gelir Vergisi mevzuuna giren gelir unsurlarından terekküp eder." denilmektedir. Görüldüğü gibi, kurumlar vergisini konusu ile gelir vergisinin konusu aynı kazanç ve iratlardan meydana gelmektedir.

3522. Kurumlar Vergisinin Mükellefi

5422 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 1. maddesinde sermaye şirketleri, kooperatifler, iktisadi kamu müesseseleri, dernek ve vakıflara ait iktisadi işletmeler ile iş ortaklıkları kurumlar vergisi mükellefi olarak sayılmışlardır. Söz konusu kurumların bir hesap dönemi içinde elde etmiş oldukları kazançlar, kurum kazancı olarak kurumlar vergisine tabi tutulmaktadır.

Kurumlar vergisinde de tıpkı gelir vergisinde olduğu gibi tam ve dar mükellef olmak üzere iki mükellefiyet vardır.

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 9. maddesinde “Birinci maddede yazılı tüzel kişilerden kanuni veya iş merkezleri Türkiye'de bulunanlar gerek Türkiye'de gerekse yabancı memleketlerde elde ettikleri kurum kazançları üzerinden vergilendirilirler.” denilmektedir. Kanun maddesinden anlaşılabacağı üzere kanuni veya iş merkezi Türkiye'de olan tüzel kişiler tam mükelleftir.

Kanuni merkezden maksat, vergiye tabi kurumların esas nizamname veya mukavelenamelerinde veya teşkilat kanunlarında gösterilen merkezdir. İş merkezinden maksat, iş bakımından muamelelerin bilfiil toplandığı ve idare edildiği merkezdir. Buna göre, bir kurumun kanuni merkezi yabancı bir ülkede bulursa dahi, iş merkezinin yani işlerin fiilen idare edildiği yerin Türkiye'de bulunması durumunda, böyle bir kurum tam mükellef kabul edilecektir.

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 11. maddesi “Birinci maddede yazılı kurumlardan kanuni ve iş merkezlerinden her ikisi de Türkiye içinde bulunmayanlar, yalnız Türkiye'de elde ettikleri kurum kazançları üzerinden vergilendirilirler.” şeklindedir.

Tam mükellef kurumlar hem yurt içinde hem de yurt dışında elde ettikleri kazançların tümü üzerinden vergilendirilirler. Dar mükellefler ise sadece yurt içinden elde ettikleri kazançları üzerinden vergi öderler.

3523. Kurumlar Vergisinde Vergiyi Doğuran Olay

Kurumlar vergisinde vergiyi doğuran olay kurum kazancının elde edilmesidir. Tam yükümlü mükellefler tarafından elde edilen kazançlar hangi gelir unsuruna girerse girsün ticari kazançlara ilişkin kurallara tabi olması nedeniyle elde etme tahakkuk esasına bağlanmıştır. Dar mükelleflerde ise durum biraz farklıdır. Dar yükümlü bir kurumun Türkiye’de elde ettiği kurum kazancı içinde ticari veya zirai kazanç unsurları bulunuyorsa kurumun kazancı tahakkuk esasına göre belirlenir. Kazancın içinde ticari yada zirai gelir unsurları yer almıyor ise gelir vergi kanunundaki tahsil esasına göre belirlenecektir (AKÇAOĞLU, 2002, s.79; NURCAN, 2005, s.61).

3524. Kurumlar Vergisinde Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi

Kurum ve kuruluşların bir hesap dönemi içinde elde ettikleri safi kazançları Kurumlar Vergisi Kanununun 13’üncü maddesi uyarınca “kurum kazancı” olarak vergiye tabi tutulur. Safi kurum kazancının tespitinde Gelir Vergisi Kanunu’nun “ticari kazanç” hakkındaki hükümleri uygulanır. Ticari kazanç hükümleri uygulandığı içinde elde etme tahakkuk esasına bağlanmıştır. Kurumlar vergisi mükellefleri tarafından sağlanan kazançlar herhangi bir sınırlama olmaksızın ve herhangi bir vergi kolaylığı bulunmaksızın safi kurum kazancına dahil edilerek vergilendirilecektir.

Dar mükellefler için biraz daha farklı bir uygulama söz konusudur. Kurumlar Vergisi Kanunu’nun 13. maddesi “ Dar mükellefiyete tabi kurumların kurum kazançlarının, ticari kazanç gibi tespit edilmesi gereken kazanç ve iratlar da dahil olmak üzere, ticari veya zirai kazançlar dışında kalan kazanç ve iratlardan ibaret bulunması halinde, Gelir Vergisi Kanunu'nun bu gibi kazanç ve iratların tespiti hakkındaki hükümleri Kurumlar Vergisi matrahının tespitinde de uygulanır.” şeklindedir.

Türev piyasası işlemlerinin ve özellikle swap işlemlerin muvazaalı işlemler olarak yapılması durumunda, örneğin vadeli döviz kurlarının muvazaaya açık bir şekilde belirlenmesi durumunda Kurumlar Vergisi Kanunu’nun 17. maddesinde düzenlenen örtülü kazançla ilişkin hükümler devreye girecektir.

01.01.2006 tarihinde yürürlüğe giren 5281 sayılı Vergi Kanunlarının Yeni Türk Lirasına Uyumu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanunun 30. maddesiyle getirilen menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarının elden çıkarılması ve elde tutulması sürecinde elde edilen gelirler ile ilgili olarak 1/1/2006-31/12/2015 döneminde geçerli olacak düzenlemeleri içeren geçici 67. maddenin 1. fıkrası şu şekildedir.

1) Bankalar ve aracı kurumlar takvim yılının üçer aylık dönemleri itibarıyla;

- a) Alım satımına aracılık ettikleri menkul kıymetler ile diğer sermaye piyasası araçlarının alış ve satış bedelleri arasındaki fark,
- b) Alımına aracılık ettikleri menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası araçlarının itfası halinde alış bedeli ile itfa bedeli arasındaki fark,
- c) Menkul kıymetlerin veya diğer sermaye piyasası araçlarının tahsiline aracılık ettikleri dönemsel getirileri (herhangi bir menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracına bağlı olmayan),
- d) Aracılık ettikleri menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası araçlarının ödünç işlemlerinden sağlanan gelirler

üzerinden % 15 oranında vergi tevkifatı yaparlar.

5281 sayılı kanunun geçici 67. maddesinin 5. fıkrasında ise “ Gelir sahibinin gerçek veya tüzel kişi ya da dar veya tam mükellef olması, vergi mükellefiyeti bulunup bulunmaması, vergiden muaf olup olmaması ve elde edilen kazancın vergiden istisna olup olmaması (1), (2), (3) ve (4) numaralı fıkra hükümleri uyarınca yapılacak tevkifatı etkilemez. Şu kadar ki, Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan borsa yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonlarının elde ettikleri kazançlar üzerinden (1) ve (4) numaralı fıkralar uyarınca tevkifat yapılmaz.” denilmektedir. Kurumların tevkifata tabi tutulmuş olan gelirleri kural olarak kurum kazancının tespitinde dikkate alınacak ve tevkif yoluyla alınan vergiler genel hükümler çerçevesinde verilen beyanname üzerinden hesaplanan vergiden mahsup edilecektir. Ancak, dar mükellef kurumların,

- Türkiye'deki işyerlerine atfedilmeyen veya daimi temsilcilerinin aracılığı olmaksızın elde edilen ve Gelir Vergisi Kanununun Geçici 67 nci maddesi kapsamında tevkifat yapılmış kazançları,
- Daimi temsilcileri aracılığıyla elde ettikleri ve tamamı Gelir Vergisi Kanununun Geçici 67 nci maddesi kapsamında tevkifata tâbi tutulmuş kazançları

için yıllık veya özel beyanname verilmeyecektir. Diğer bir ifadeyle bu durumlarda tevkif suretiyle yapılan vergileme nihai vergileme olacaktır.

Yine aynı kanunun 14. maddesi “Türkiye’de kurulu vadeli işlem ve opsiyon borsalarında 2006 yılında yapılan işlemlerden elde edilen kazançlar için (1) numaralı fıkrada belirtilen tevkifat oranı sıfır olarak uygulanır. Tam ve dar mükellef kurumların (Türkiye’de işyeri veya daimi temsilci aracılığıyla faaliyette bulunmayanlar hariç) 2006 yılında aralarında yaptıkları vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinden doğan kazançları bakımından bu madde hükmü uygulanmaz.” şeklindedir.

353. Damga Vergisi

3531. Damga Vergisinin Konusu

Damga vergisinin konusu, hukuki muamelelere konu olan bazı hukuki belgelerdir. Damga vergisinin konusuna kağıda bağlı sözleşmeler girmektedir. Bu sözleşmelerin imzalanması (veya imza yerine geçen bir işaretin konması) sonucu damga vergisi yükümlülüğü doğacaktır. Verginin konusunu, 488 sayılı Damga Vergisi Kanunu’nun (DVK) 1’inci maddesinin birinci fıkrasında ifade edildiği gibi, Kanuna ekli (1) sayılı tabloda yazılı kağıtlar oluşturmaktadır.

Damga Vergisi Kanunu’nun 1. maddesinde” Bu Kanuna ekli (1) sayılı tabloda yazılı kağıtlar Damga Vergisine tabidir. Bu kanundaki kağıtlar terimi, yazılıp imzalamak veya imza yerine geçen bir işaret konmak suretiyle düzenlenen ve herhangi bir hususu ispat veya belli etmek için ibraz edilebilecek olan (Değişik: 5228/59-4/a md.) (Yürürlük:

31.7.2004) belgeler ile elektronik imza kullanılmak suretiyle manyetik ortamda ve elektronik veri şeklinde oluşturulan belgeleri ifade eder.” denilmektedir.

3532. Damga Vergisinin Mükellefi

Damga Vergisi Kanunu'nun 3. maddesinde “Damga Vergisinin mükellefi kağıtları imza edenlerdir. Resmi dairelerle kişiler arasındaki işlemlere ait kağıtların Damga Vergisini kişiler öder.” denilmektedir.

Damga Vergisinin konusuna giren kağıtlardan mektuplar, taahhütnameler gibi bir kısmını taraflardan sadece biri imzalamaktadır. Burada mükellef açıktır. Bazı hallerde ise, vergiye tabi kağıt birden fazla tarafça imzalanabilir. Bu durumda mükellefiyet imza atanların tümü için geçerlidir; müşterek ve müteselsil sorumluluk vardır. Ayrıca, Kanunun 24'üncü maddesinde, imza sahiplerinden bazılarının özel hükümler gereği damga vergisinden muaf olmasının verginin eksik alınmasını gerektirmeyeceği belirtilmiştir.

3533. Damga Vergisinde Vergiyi Doğuran Olay ve Vergilendirme

Damga vergisinde vergiyi doğuran olay, vergiye tabi kağıtların düzenlenmesi; yazılıp imzalanmak yada imza yerine geçecek bir işaret konmak suretiyle eksiksiz olarak tekemmül etmesidir. Bu genel hükmün kısmen yukarıda da belirtilen kimi özellikli durumları bulunmaktadır. Kağıtların damga vergisine tabi tutulması resmi dairelere ibrazı ile gerçekleşir; vergiyi doğuran olay, ibraz ile gerçekleşmektedir. Damga vergisine tabi olup da vergi ve ceza zamanaşımı süresi dolduktan sonra hükmünden faydalanılması halinde, vergiyi doğuran olay yeni ibraz yada hükmünden faydalanma sırasında gerçekleşir. Kağıdın yalnız tedavüle çıkan nüshalarının vergiye tabi olduğu hallerde, vergiyi doğuran olay, tedavüle çıkışla gerçekleşir (SARAÇ, 2005, s.30).

Damga vergisi nispi veya maktu olarak alınır. Nispi vergide, kağıtların nevi ve mahiyetlerine göre, bu kağıtlarda yazılı belli para, maktu vergide kağıtların mahiyetleri esastır. Belli para terimi, kağıtların ihtiva ettiği veya bunlarda yazılı rakamların hasıl edeceği parayı ifade eder. Nispi vergide kağıdın üzerinde yazan miktara kanunda yazılı

oranın uygulanması suretiyle ödenecek vergi bulunur. Belli bir parayı içermeyen belgeler ise genellikle maktu olarak vergilendirilir.

Damga Vergisi Kanunu'nun 1. maddesinde, bu Kanun'a ekli "1" sayılı tabloda yazılı kağıtların damga vergisine tabi oldukları hüküm altına alınmıştır. "1" sayılı tablonun aşağıdaki bölümlerinde;

" I. Akitlerle İlgili Kağıtlar:

1- Mukavelenameler, taahhütnameler ve temliknameler,

a) Belli parayı ihtiva edenler ... Binde 7,5)"

oranında damga vergisine tabi olduğu açıklanmıştır. Buradan anlaşıldığı üzere, bu şekilde düzenlenmiş bulunan sözleşmeler, binde 7,5 oranında damga vergisine tabi bulunmaktadır. Türev piyasası işlemleri karşılıklı irade beyanına dayanan ve her iki tarafa da yükümlülükler yükleyen sözleşmelerdir. Bu sebeple genel kurallara göre binde 7,5 oranında damga vergisine tabidirler.

3534. Türev Piyasası İşlemlerinde Damga Vergisi İstisnası

Sermaye Piyasası Kanunu'nun değişik 40. maddesi (Değişik: 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun md. 18 ile.) aşağıdaki şekildedir.

"Münhasıran, ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçlardan oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği tüzel kişiliği haiz borsalar, Kurulun teklifi ve ilgili Bakanın önerisi üzerine Bakanlar Kurulunun onayı ile kurulur. Bu borsaların kuruluş, teşkilat, faaliyet, denetim, üyelik ilke ve esasları ilgili bakanlıkça çıkarılacak bir yönetmelikle belirlenir. Bu borsalar anonim şirket niteliğinde kurulursa, yıllık karlarının %20'sinden fazlasını dağıtamazlar. Bu fıkra kapsamındaki sermaye piyasası araçları damga vergisinden muaftır."

Sermaye Piyasası Kanunu'nun değişik 40. maddesi incelendiğinde görülecektir ki bu istisna sadece organize borsalarda işlem gören türev piyasası işlemlerini içermektedir. Tezgahestü piyasalarda işlem gören türev sözleşmeler ise bu kanun maddesi uyarınca istisnanın kapsamına girmemektedir.

22.06.2002 tarih ve 24793 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 4761 sayılı Kanunun 6. maddesiyle, Damga Vergisi Kanunu'na ekli "2" sayılı tabloda yer alan ve damga vergisinden istisna edilen kağıtları gösteren "IV-Ticari ve medeni işlerle ilgili kağıtlar" bölümüne aşağıda gösterilen ondokuzuncu bent eklenmiştir:

"19. (4761 sayılı Kanun'un 6. maddesiyle eklenen fıkra. Yürürlük; 22.06.2002) Bankalar arasında, bankanın taraf olduğu veya bankalar aracılığıyla yapılan, belirli bir vadede önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte, ekonomik veya finansal göstergeye dayalı olarak düzenlenenler de dahil olmak üzere, para veya sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve dövizi alma, satma, değiştirme hak ve/veya yükümlülüğünü veren vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile bu sözleşmelere ilişkin olarak düzenlenen kağıtlar."

Yukarıdaki bentten de görüleceği üzere, bankalar arasında, bankanın taraf olduğu veya bankalar aracılığıyla yapılan, belirli bir vadede önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte, ekonomik veya finansal göstergeye dayalı olarak düzenlenenler de dahil olmak üzere, para veya sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve dövizi alma, satma, değiştirme hak ve/veya yükümlülüğünü veren vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile bu sözleşmelere ilişkin olarak düzenlenen kağıtlar; 22.06.2002 tarih ve 24793 numaralı Resmi Gazete'de yayımlanan 4761 sayılı Kanunla Damga Vergisi Kanunu'na ekli "2" sayılı tabloda yer alan ve damga vergisinden istisna edilen kağıtları gösteren "IV-Ticari ve medeni işlerle ilgili kağıtlar" bölümüne eklenen ondokuzuncu bent kapsamında damga vergisinden 22.06.2002 tarihinden itibaren istisna edilmiştir.

Vadeli işlemlere ilişkin sözleşmelerin Borçlar Kanunumuz'daki adi sözleşme kapsamında bankalar dışında yani bankanın taraf olmadığı bir biçimde yapılması durumunda ise bu sözleşmelerin damga vergisine tabi tutulmaları gerekmektedir. Bu durumda 4761 sayılı Kanun'la Damga Vergisi Kanunu'na ekli "2" sayılı tabloda yer alan

ve damga vergisinden istisna edilen kağıtları gösteren “IV-Ticari ve medeni işlerle ilgili kağıtlar” bölümünde gösterilen 19. bentle ilgili istisna geçerli olmayacaktır. Çünkü vadeli işlemlerin yapılabilmesi için bir sözleşmenin imzalanması gerekmektedir. Damga Vergisi Kanunu’na ekli 1 sayılı listede ise belli bir parayı ihtiva eden sözleşmelerin binde 7,5 oranında nispi damga vergisine tabi olacağı hüküm altına alınmıştır (ARIKAN, 2002, s.2).

Görüldüğü üzere Damga Vergisi Kanunu’na göre, bankaların taraf olmadığı vadeli sözleşmeler ile ilgili düzenlenen ve belli parayı içeren sözleşme ve taahhütnameler ile her türlü taahhüt, garanti ve teyitler “binde 7,5” oranında nispi damga vergisine tabi olacaktır.

Bir banka 24.12.2002 tarihinde, üçüncü ülkelerdeki Türk müteşebbislerinin gerçekleştirecekleri projelerin finansmanında kullanılmak üzere Hazine Müsteşarlığı’nın garantisi altında Japon Yeni cinsinden sağlanan sabit faizli ve uzun vadeli kredinin, bu kredi ile finanse edilecek projelere ABD Doları cinsinden ve LIBOR oranı baz alınarak değişken faizli olarak kullanılacak olması nedeniyle bankanın maruz kalacağı “döviz kuru” ve “faiz” riskinin ortadan kaldırılması için banka ile başka bir banka arasında yapılacak olan, uluslar arası finansman literatüründe “cross-currency swap” olarak nitelendirilen işleme ilişkin olarak yapılacak anlaşmanın Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında 4761 sayılı Kanun hükümleri çerçevesinde Damga Vergisinden istisna edilecek vadeli işlem olarak değerlendirilip değerlendirilmeyeceği, bu işlemlerle ilgili olarak düzenlenen kağıtların vadeli işlem sözleşmeleri kapsamında olup olmadığı hususunda Maliye Bakanlığı Gelirler Genel Müdürlüğü’nün görüşünün bildirilmesi talep edilmiştir. Bakanlığın şirkete cevaben yazdığı yazıda, Bakanlığın bu yazıya ilişkin olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası A.Ş.’nin görüşünü sorduğu ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası A.Ş.’nin bakanlığa 20.02.2002 gün ve B.02.2.TCM.0.07.00.02-10/17834 sayılı cevabi yazısında “şirket tarafından maruz kalacakları döviz kuru ve faiz riskinden korunmak amacıyla yapılacak “cross-currency swap” işleminin, belirli bir vadede önceden belirlenen fiyat üzerinden döviz değiştirme hak ve yükümlülüğü verdiği için, vadeli işlem sözleşmeleri kapsamında değerlendirilmesi gerektiği düşünülmektedir.” denildiği belirtilmiştir. Aynı yazıda “Bilindiği üzere, 488 sayılı Damga Vergisi Kanununa ekli (2) sayılı tablonun IV- Ticari ve medeni işlerle ilgili kağıtlar başlıklı bölümüne 4761 sayılı Kanunla eklenen 19 uncu fıkrasında; Bankalar arasında, bankanın taraf olduğu veya bankalar aracılığıyla yapılan, belirli bir vadede önceden belirlenen fiyat, miktar ve

nitelikte, ekonomik veya finansal göstergeye dayalı olarak düzenlenenler de dahil olmak üzere, para veya sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve döviz alma, satma, değiştirme hak ve/veya yükümlülüğünü veren vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile bu sözleşmelere ilişkin olarak düzenlenen diğer kağıtların damga vergisinden istisna edileceği açıklanmış bulunmaktadır. Buna göre, “cross-currency swap” olarak nitelendirilen işleme ilişkin olarak düzenlenecek kağıtların vadeli işlem sözleşmeleri kapsamında değerlendirilmesi ve yukarıda açıklanan fıkra hükmü gereğince damga vergisinden istisna edilmesi gerekir.” denilmektedir. Türev piyasası işlemlerinin damga vergisinden muaf olduğu ancak bu muafiyetin bankalar arasında, bankanın taraf olduğu veya bankalar aracılığıyla yapılan sözleşmelerde geçerli olacağını açıklamak bakımından yukarıdaki belge önemlidir. Görüldüğü üzere Maliye Bakanlığının görüşüne göre de bu sözleşmeler Damga Vergisinden muaftır.

354. Katma Değer Vergisi Kanunu

Katma değer vergisi yaygın ve genel bir vergidir. Prensip olarak, ekonomideki bütün mal ve hizmet hareketlerini kavramak üzere planlanmıştır.

3065 sayılı Katma Değer Vergisi Kanunu'nun 1. maddesi şu şekildedir;

“Türkiye'de yapılan aşağıdaki işlemler katma değer vergisine tabidir:

- 1- Ticarî, sınaî, ziraî faaliyet ve serbest meslek faaliyeti çerçevesinde yapılan teslim ve hizmetler,
- 2- Her türlü mal ve hizmet ithalatı,
- 3- Diğer faaliyetlerden doğan teslim ve hizmetler.”

Katma Değer Vergisi Kanunu'nun 1. maddesine göre ticari, sınaî, ziraî faaliyet ile serbest meslek faaliyetinin devamlılığı, kapsamı ve niteliği Gelir Vergisi Kanunu hükümlerine göre, Gelir Vergisi Kanununda açıklık bulunmadığı hallerde, Türk Ticaret Kanunu ve diğer ilgili mevzuat hükümlerine göre tayin ve tespit edilecektir. Ayrıca, bu

faaliyetlerin kanunların veya resmi makamların gösterdiği gerek üzerine yapılması, bunları yapanların hukuki statü ve kişilikleri, Türk tabiiyetinde bulunup bulunmamaları, ikametgâh veya işyerlerinin yahut kanuni merkez veya iş merkezlerinin Türkiye'de olup olmaması işlemlerin mahiyetini değiştirmemekte ve vergilendirmeye mani teşkil etmemektedir.

İthalatın kamu sektörü, özel sektör veya herhangi bir gerçek veya tüzelkişi tarafından yapılması veya herhangi bir şekil ve surette gerçekleştirilmesi, özellik taşıması vergilendirmeye tesir etmez.

Görüldüğü gibi Katma Değer Vergisi Kanunu'nun konusunu teslim, hizmet ve ithalat olmak üzere 3 işlem grubu oluşturur. İthalatın verginin konusuna girebilmesi için Türkiye'ye giriş olması yeterlidir. Başka şart aranmaz. Teslim ve hizmetin verginin konusuna girebilmesi için ise 2 şartın birlikte var olması gerekir (ÖĞÜT, 2005, s.1).

1- Teslim veya hizmet Türkiye'de,

2- Teslim veya hizmet ticari, zirai veya mesleki faaliyet kapsamında yapılmalı ya da Katma Değer Vergisi Kanunu'nun 1. maddesinin 3. fıkrasında ismen zikredilmiş olmalıdır.

Katma Değer Vergisi Kanunu'nun 2. maddesine göre teslim, bir mal üzerindeki tasarruf hakkının malik veya onun adına hareket edenlerce, alıcıya veya adına hareket edenlere devredilmesidir. Bir malın alıcı veya onun adına hareket edenlerin gösterdiği yere veya kişilere tevdi teslim hükmündedir. Malın alıcıya veya onun adına hareket edenlere gönderilmesi halinde, malın nakliyesinin başlatılması veya nakliyeciyen veya sürücüye tevdi edilmesi de mal teslimidir. Bir mal üzerindeki tasarruf hakkının iki veya daha fazla kimse tarafından zincirleme âkit yapılmak suretiyle, malın bu arada el değiştirmeden doğrudan sonuncu kişiye devredilmesi halinde, aradaki safhaların her biri ayrı bir teslimdir.

Katma Değer Vergisi Kanunu'nun 2. maddesine göre hizmet, teslim ve teslim sayılan haller ile mal ithalatı dışında kalan işlemlerdir. Bu işlemler bir şeyi yapmak, işlemek, meydana getirmek, imal etmek, onarmak, temizlemek, muhafaza etmek, hazırlamak, değerlendirmek, kiralamak, bir şeyi yapmamayı taahhüt etmek gibi, şekillerde

gerçekleşebilir. Bir hizmetin karşılığının bir mal teslimi veya diğer bir hizmet olması halinde bunların her biri ayrı işlem olup, hizmet veya teslim hükümlerine göre ayrı ayrı vergilendirilirler.

Katma Değer Vergisi Kanunu'nun 8. maddesi katma değer vergisinin mükelleflerini tek tek saymıştır. Mal teslimi ve hizmet ifası hallerinde bu işleri yapanlar, ithalatta mal ve hizmet ithal edenler vs. mükelleflerden bazılarıdır.

Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisine tabi olan işlemler katma değer vergisi dışında bırakılmıştır. Dolayısıyla bu verginin yükümlüleri katma değer vergisi yükümlüleri arasında değildir.

Katma Değer Vergisi Kanunu'nun 10. maddesine göre vergiyi doğuran olay, mal teslimi hallerinde malın teslimi anında (futures ve options sözleşmelerinde teslim, takas odası aracılığıyla olacağından malın satıcı tarafından takas odasına, takas odasınca da alıcıya teslimi aşamasında), malın tesliminden önce fatura veya benzeri belgeler verilmesi halinde bu belgelerde gösterilen miktarla sınırlı kalmak üzere söz konusu belgelerin düzenlenmesi anında meydana gelir.

Bir malın satışı veya bir hizmetin yapılması konusunda sözlü veya yazılı anlaşma yapılması verginin doğması için yeterli değildir. Ayrıca katma değer vergisi açısından mal veya hizmetin bedelinin ne zaman tahsil edildiğinin önemi de yoktur. İleri bir tarih teslim edilecek bir malın veya ifa olunacak bir hizmetin bedeline mahsuben avans alınması veya teminat (başlangıç veya sürdürme teminatları) alınması da verginin doğmasına yol açmayacaktır.

3541. Türev Piyasası İşlemlerinde Katma Değer Vergisi

Katma Değer Vergisi Kanunu'nun 1. maddesine göre ticari faaliyet çerçevesinde yapılan türev piyasası işlemleri genel kural olarak katma değer vergisine tabidir. Yine Katma Değer Vergisi Kanunu'nun 10. maddesine göre türev piyasası işlemlerinde vergiyi doğuran olay, sözleşmenin düzenlendiği tarihte değil, sözleşmede belirtilen vadede mal tesliminin gerçekleştiği anda veya malın tesliminden önce fatura düzenlenmiş ise faturanın

düzenlendiği anda doğmuş olacaktır (KARACA, 2001, s.73). Verginin matrahı ise, emtia alım satımına yönelik sözleşmelerde tespit edilmiş olan fiyat olacaktır.

Forward işlemlerinin normal alım-satım muamelelerinden çok farklı olmayıp, en belirgin farklılığı alım satımın ileri bir tarihte yapılması, ancak şartların taraflarca bugünden belirlenmesidir. Bu işlemlerin devamlı bir şekilde, organizasyon dahilinde ve kar amaçlı yapılması ticari faaliyetin varlığını göstermektedir. Bu nedenle belli bir süre sonunda yapılması kararlaştırılan alım-satım işlerinin sürekli yapılması halinde katma değer vergisine tabi olması gerekmektedir. Forward sözleşmelerinden kaynaklanan teslimlerin katma değer vergisine tabi olması için, sözleşme konusu mal yada finansal değerın tesliminin Türkiye’ de gerçekleşmiş olması gerekir. Teslimi Türkiye’de gerçekleşmeyen, teslim edilse dahi ithalat söz konusu olmadıkça ticari, sınai, zirai faaliyet ile serbest meslek faaliyetlerinden kaynaklanmayan forward sözleşmeleri katma değer vergisine tabi olmayacaktır (GÜNDOĞDU, 2000, s.69).

Swap sözleşmelerinde forward işlemlerden farklı olarak, birden fazla teslim söz konusudur. Para ve faiz swaplarının her iki türünde de gerçekleştirilen teslimler Türkiye’ de ve ticari, sınai, zirai faaliyet ile serbest meslek faaliyetlerinden kaynaklanan bir faaliyet çerçevesinde yapılmış ise katma değer vergisine tabi olacaktır.

Faiz swapı işlemlerinin bir finansman hizmeti içerip içermedikleri hususunun katma değer vergisi yönünden önemi vardır. Bazı durumlarda kimi görüş sahipleri, yabancı kaynağı asıl temin edenin bir menfaat sağlamadığı sonucundan yola çıkarak, işlemin katma değer vergisine tabi olmaması gerektiğini ifade etmektedir. Aynı görüşe sahip kişilerin faiz swapı işlemleri yönünden de benzer düşüncelere sahip olabilecekleri düşünüldüğünde, bu görüşlere karşılık olarak faiz swapı işlemlerinin ayrı bir finansman hizmeti olarak ele alınmaları zorunluluğunu getiren bazı nedenler oluşmaktadır (SÖYLER, 2003, s.6).

Futures sözleşmelerinde, sözleşmenin fiziki teslimle kapatılması halinde vergiyi doğuran olay meydana gelmiştir ve katma değer vergisinin hesaplanması gerekmektedir. Teslim vadenin sonunda takas odasına yapıldığı için katma değer vergisi de o zaman doğacaktır. Fiziki teslimde takas odası teslimatı gerçekleştirmekle mükelleftir. Çünkü takas odası satıcı karşısında alıcı, alıcı karşısında satıcı durumdadır. Borçlu önce takas odasına

sözleşme konusunu teslim edecek ve daha sonra takas odası alacaklıya malı teslim edecektir. Burada her teslim ayrı ayrı katma değer vergisine tabidir. Bu durum Katma Değer Vergisi Kanunu'nun 2. maddesinin 2. bendinde şu şekilde ifade edilmektedir.

“ Bir mal üzerindeki tasarruf hakkının iki veya daha fazla kimse tarafından zincirleme akit yapılmak suretiyle, malın bu arada el değiştirmeden doğrudan sonuncu kişiye devredilmesi halinde, aradaki safhaların her biri ayrı bir teslimdir.”

Opsiyon sözleşmelerinin içeriğine baktığımızda bütün sözleşmelerin bir malın, yabancı paranın, hisse senedinin yada hazine bonosunun teslimini öngördüğünü görürüz. Dolayısıyla eğer sözleşme katma değer vergisine tabi olan bir malın teslimini öngörüyorsa ve sözleşme teslimle kapatılmışsa katma değer vergisine tabi olacaktır (ARIKAN, 2000, s.93). Opsiyon hakkının kullanılmaması durumunda sadece opsiyon priminin ödenmesini gerektiren bir hizmet söz konusu olduğu için opsiyon primi katma değer vergisine tabi olacaktır.

Futures ve opsiyon sözleşmelerinde teslimle sonuçlanan işlem miktarı toplam sözleşmelerin % 2 veya % 3' ü civarındadır. Dolayısıyla, bu piyasalardaki işlemlerde teslimat çok az gerçekleştiği için katma değer vergisine tabi sözleşmelerin sayısı toplam içinde çok az bir paya sahiptir.

3542. Türev Piyasası İşlemlerinde Katma Değer Vergisi İstisnası

Katma Değer Vergisi Kanunu'nun “Sosyal ve Askerî Amaçlı İstisnalarla Diğer İstisnalar” başlıklı 17. maddesinin 4.fikrasının (g) bendi şu şekildedir;

“(5228 sayılı Kanununun 15 inci maddesiyle değişen bent. Yürürlük: 1.8.2004) Külçe altın, külçe gümüş, kıymetli taşlar (elmas, pırlanta, yakut, zümrüt, topaz, safir, zebercet, inci, kübik virconia) döviz, para, damga pulu, değerli kâğıtlar, hisse senedi, tahvil ile metal, plastik, lastik, kauçuk, kâğıt, cam hurda ve atıkları (hurda metalden elde edilen külçeler dahil) teslimi,”

Bu çerçevede döviz, hisse senedi, tahvil, kıymetli madenler vs. gibi finansal araçlarla yapılan türev piyasası sözleşmeleri katma değer vergisinden istisnadır.

Ancak dikkat edilecek olursa kanunda, istisnanın sadece teslim halinde geçerli olduğu belirtilmiştir. Finansal değerlerin bir hizmet bedeli olarak karşı tarafa verilmesi durumunda bu işlemlerin katma değer vergisine tabi olacağı açıktır.

355. Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi

Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi Kanunu 6802 sayılı Gider Vergileri Kanunu'nun 28. ve 33. maddeleri arasında düzenlenmiştir. 3065 sayılı Katma Değer Vergisi Kanunu'nun 17/4. maddesinin (e) bendi, banka ve sigorta muameleleri vergisi kapsamına giren işlemleri katma değer vergisinden istisna etmiştir. Dolayısıyla, banka ve sigorta muameleleri vergisi ile katma değer vergisi dışında kalan finansman işlemleri vergilendirilmiştir.

Banka ve Sigorta şirketlerinin 10.6.1985 tarihli ve 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanununa göre yaptıkları işlemler hariç olmak üzere, her ne şekilde olursa olsun yapmış oldukları bütün muameleler dolayısıyla kendi lehlerine her ne nam ile olursa olsun nakden veya hesaben aldıkları paralar 6802 sayılı Gider Vergileri Kanunu'nun 28 inci maddesi gereğince banka ve sigorta muameleleri vergisine tabidir.

Banka ve sigorta muameleleri verginde vergiyi doğuran olayın meydana gelmesi için banka ve sigorta şirketlerince bir muamele yapılması ve bu muamele sonucunda lehe nakden veya hesaben para alınması gerekmektedir. Vergiyi doğuran olayın meydana gelmesi için gelirin tahsili şart değildir. Mükellefler tarafından faiz, komisyon ve benzeri adlar altında lehe alınan paraların tahakkukunun yapılarak gelir hesaplarına alınması yeterlidir. Buna karşılık kambiyo muamelelerinde belirtilen şartlar aranmamakta verginin doğması için sadece kambiyo satışının yapılması yeterli bulunmaktadır.

6802 sayılı Gider Vergileri Kanununun "Mükellef" başlıklı 30 uncu maddesinde, "Banka ve sigorta muameleleri vergisini banka ve bankerlerle sigorta şirketleri öder." hükmü yer almaktadır.

6802 sayılı Gider Vergileri Kanununun “Matrah” başlıklı 31 inci maddesinde; “Banka ve sigorta muameleleri vergisinin matrahı, 28 inci maddede yazılı paraların tutarıdır.” hükmü yer almaktadır. Bunlar ;

- Banka ve sigorta şirketlerinde, 10/6/1985 tarihli ve 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanununa göre yaptıkları işlemler hariç olmak üzere, her ne şekilde olursa olsun yapmış oldukları bütün muameleler dolayısıyla kendi lehlerine her ne nam ile olursa olsun nakden veya hesaben aldıkları paralardır.
- Banker kapsamında vergilendirilen gerçek ve tüzel kişilerde, yapmış oldukları banka muamele ve hizmetleri dolayısıyla kendi lehlerine her ne nam ile olursa olsun nakden veya hesaben aldıkları paralar ile kendileri veya başkaları hesabına menkul kıymet alıp satmayı, alım-satıma tavassut etmeyi veya alıp sattıkları menkul kıymet karşılığı borçları ödemeyi taahhüt etmeyi meslek haline getirenlerin bu faaliyetleri dolayısıyla lehlerine kalan paralar ile mevduat faizi vermek veya sair adlarla faiz ve benzeri menfaatler sağlamak üzere devamlı olarak para toplama işiyle uğraşanların topladıkları paralara sağladıkları gelir ve menfaatler üzerinden komisyon, ücret, hizmet karşılığı gibi adlarla aldıkları paralardır.

Anılan maddenin ikinci fıkrasında ise, “Kambiyo alım ve satım muamelelerinde kambiyo satışlarının tutarı vergiye matrah olur.” hükmüne yer verilmiştir.

Yukarıdaki hükme göre, döviz alım ve satım muameleleri nedeniyle döviz satış tutarları üzerinden % 0,1 oranında vergi ödenmesi, döviz satışından ayrıca bir komisyon alınıyor ise bunun üzerinden % 5 oranında banka ve sigorta muameleleri vergisi hesaplanarak ödenmesi gerekmektedir.

Maliye Bakanlığı’ nın 83 Seri No’lu Gider Vergileri Genel Tebliğinde de vurgulandığı üzere, kambiyo satışında satış tutarı üzerinden % 0,1, kambiyo muameleleri vergisi dışında ayrıca döviz alış kuru ve satış kuru arasındaki müspet fark üzerinden % 5, banka ve sigorta muameleleri vergisi ödenmesi gerekmemektedir. Aynı tebliğse, Merkez Bankasına yapılacak zorunlu devirlerin bir kambiyo satışı olduğu ve bunun üzerinden % 0.1 oranında vergi kesintisi yapılması gerekeceği belirtilmiş, ayrıca döviz alış kuru ile satış kuru

arasındaki müspet fark üzerinden % 5 banka ve sigorta muameleleri vergisi ödenmesine ilişkin düzenleme yapılmıştır. Ancak 6802 sayılı Gider Vergileri Kanununun 29 uncu maddesine 4008 sayılı kanun ile (o) ve (p) bentleri eklenmiştir. İlgili bentlerde

o- Bankaların, yetkili müesseselerin, özel finans kuruluşlarının ve PTT'nin Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkındaki Kararlar ve bu kararlara dayanılarak çıkarılan tebliğlere göre Merkez Bankasına yapacakları zorunlu, döviz ve efektif devirleri,

p- Arbitraj muameleleri ve bu muameleler sonucu lehe alınan paralar,

denilerek banka ve sigorta muameleleri vergisinden istisna edilmeleri hükümleri yer almaktadır (ERİŞTİ, 2001, s.93).

6802 sayılı Gider Vergileri Kanununun “Nispet” başlıklı 33 üncü maddesinde; “Banka ve sigorta muameleleri vergisinin nispeti % 15’tir. Kambiyo muamelelerinde nispet matrahın binde biridir.

Bakanlar Kurulu, bu maddede belirtilen vergi oranını bankalar arası mevduat muameleleri, bankalar ile 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan aracı kurumlar arasındaki borsa para piyasası muameleleri ve diğer banka ve sigorta muameleleri için ayrı ayrı veya birlikte % 1’e, bankalar arası kambiyo muamelelerinde ise sıfıra kadar indirmeye ve % 15 ‘i aşmayacak şekilde yeniden tespit etmeye yetkilidir .” hükmü yer almaktadır.

6802 sayılı Kanunun 33 üncü maddesinin ikinci fıkrasının verdiği yetkiye istinaden çıkarılan Bakanlar Kurulu Kararları ile banka ve sigorta muameleleri vergisine tabi olan işlemlerde uygulanacak vergi oranları aşağıda belirtilmiştir.

a- Bankalar arası mevduat muameleleri sonucu lehe alınan paralar üzerinden %1,

b- Bankalar ile 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre kurulan aracı kurumlar arasındaki borsa para piyasası muameleleri sonucu lehe alınan paralar üzerinden %1,

- c- Devlet tahvili ve Hazine bonoları ile Toplu Konut İdaresi, Kamu Ortaklığı İdaresi ve Özelleştirme İdaresince çıkarılan menkul kıymetlerin geri alım ve satım taahhüdü ile iktisap veya elden çıkarılması karşılığında lehe alınan paralar üzerinden %1,
- d- Devlet tahvili ve Hazine bonoları ile Toplu Konut İdaresi, Kamu Ortaklığı İdaresi ve Özelleştirme İdaresince çıkarılan menkul kıymetlerin vadesi beklenilmeksizin satışı nedeniyle lehe alınan paralar üzerinden %1,
- e- 1. Kambiyo muamelelerinde satış tutarı üzerinden binde 1, bankalar arası kambiyo satış muamelelerinde satış tutarı üzerinden sıfır,
- f- Diğer banka ve sigorta muamelelerinde lehe alınan paralar üzerinden % 5 tir.

6802 sayılı Kanununun 47. maddenin (a) bendine göre, mükellefler, bir ay içindeki vergiye tabi muamelelerini, bir beyanname ile ertesi ayın 15 inci günü akşamına kadar muamelelerin yapıldığı yer vergi dairesine beyan etmek, 48 inci madde uyarınca da aynı süre içinde tarh ve tahakkuk ettirilen vergileri ödemek mecburiyetindedirler.

3551. Türev Piyasası İşlemlerinde Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi

Türev ürünlerin fiziki sözleşme tesliminden ziyade zımni kredi piyasası olarak işlem görmesi nedeniyle bu piyasalarda, fiziki mal ve hizmet tesliminin gerçekleşmediği durumlarda banka ve sigorta muameleleri vergisinin hesaplanması zorunludur. Burada, banka ve sigorta muameleleri vergisini sözleşmelerin alım satımına aracılık edenlerin, sözleşme sonunda lehlerine kurtaj, komisyon veya prim adı altında aldıkları paralar üzerinden hesaplayıp ödemeleri gerekmektedir (SEVİĞ, 2002, s.37).

Bu açıklamalara göre, kambiyo işlemi niteliğindeki türev piyasası işlemleri, işlemin bankalar arası olması halinde sıfır, diğer hallerde % 1, kambiyo niteliği taşımayan türev işlemlerinde bankaların lehlerine bir para kalması halinde % 5 banka ve sigorta muameleleri vergisine tabi olacaktır. Bankalar, vadeli işlemler borsasında aracı kurumlar vasıtası ile işlem yapmışsa, bu durumda lehlerine aldıkları paralar üzerinden % 1 banka ve

sigorta muameleleri vergisine tabi olacaklardır (ÇETİN,1999, s.44; ARIKAN, 2000, s.101).

3552. Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisinde Arbitraj Muameleleri İstinasının Türev Piyasası İşlemleri Açısından Değerlendirilmesi

Türev piyasası işlemleri ile bankalar vade tarihindeki kur farklılığından dolayı kar elde edilebileceği gibi zarar da edebilir. Bankalarca elde edilen türev sözleşmesi karının her ne nam ile olursa olsun nakden veya hesaben lehe alınan paralar bağlamında banka ve sigorta muameleleri vergisine tabi olduğu açıktır. Ancak türev işlemlerinde, bankaların vade tarihindeki spot kur ile forward kur arasındaki farktan elde edeceği kazancın arbitraj kazancı kapsamında değerlendirilip değerlendirilmemesi söz konusu kazancın banka ve sigorta muameleleri vergisi mükellefiyetini etkileyecektir.

6802 sayılı Gider Vergileri Kanunu'nun 29 uncu maddesinin (p) bendi gereğince "Arbitraj muameleleri ve bu muameleler sonucu lehe alınan paralar" banka sigorta muameleleri vergisinden istisnadır. 6802 sayılı Gider Vergileri Kanununda arbitraj muamelelerinin banka sigorta muameleleri vergisinden istisna olduğu belirtilmişse de arbitraj muamelesinin tanımı ne Gider Vergileri Kanununda ne de diğer vergi kanunlarında yapılmamıştır.

Arbitraj işlemlerinin teorik olarak pek çok tanımı yapılmıştır.

Para piyasalarındaki kur farklarından yararlanmak ya da yapılacak işlemlere bağlı olarak ortaya çıkan/çıkabilecek döviz ihtiyacının giderilmesini temin etmek için yapılan, bir dövizin diğer bir dövize dönüştürülmesi işlemi arbitraj olarak tanımlanmaktadır (VURAL, 1998, s.35).

Arbitraj işlemi, kambiyo kısıtlamaları bulunmayan ülkelerin borsalarında aynı zamanda kote edilen döviz kurları arasındaki farklılıklardan yararlanarak kazanç sağlamak üzere bir paranın ucuz olduğu piyasadan alınıp, pahalı olduğu piyasada satılması şeklinde tanımlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle spot piyasadaki kur farklılıklarından elde edilen kazanç arbitraj kazancıdır (KOÇ, 1999, s.84).

Arbitraj işlemi esas itibariyle bir döviz takas işlemidir. Bir dövizin verilmesi karşılığında başka bir döviz alınmaktadır. Dolayısıyla, her takas işleminde olduğu gibi bir arbitraj işleminde işleme taraf olanlar bakımından iki ayrı döviz satışı söz konusudur ve bu satışlar kambiyo gider vergisine tabidir. Yargı organlarının kararlarıyla da kesinleşmiş olan bu görüşe göre yürütülen uygulama 4008 sayılı Kanun ile arbitraj işlemleri için getirilen istisna hükmünün yürürlüğe girdiği 01.08.1994 tarihine kadar bu şekilde devam etmiştir (VURAL, 1998, s.35).

Ancak, Gider Vergileri Kanununda yapılan değişiklikle istisna edilen arbitraj işlemi teorik anlamdaki arbitrajdan ayırmak gerekir. Arbitraj teoride, kambiyo kısıtlamaları bulunmayan ülkelerin borsalarında aynı zamanda, kote edilen döviz kurları arasındaki farklılıklardan yararlanarak kazanç sağlamak üzere, bir paranın ucuz olduğu piyasadan alınıp pahalı olduğu piyasada satılması şeklinde tanımlanmaktadır (ARIKAN, 2000, s.100).

Söz konusu istisnanın, dövizin Yeni Türk Lirası karşılığında satıldığı hiç bir durumda uygulanması mümkün değildir. Arbitraj işlemi teorik tanımıyla değil, bir dövizin başka bir dövizle değiştirilmesi şeklinde anlamak gerekmektedir.

Ülkemizde bankaların forward ve swap işlemlerinden kendi lehlerine elde ettikleri kazançlar, arbitraj kazancı olarak nitelendirildikleri için banka ve sigorta muameleleri vergisi'ne tabi tutulmamaktadır. Ancak vadeli döviz işlemleri olan futures ve opsiyon uygulamalarında arbitrajdan söz edilemez. Bu işlemler sonucundaki döviz teslimleri % 0.1 oranında banka ve sigorta muameleleri vergisine tabi tutulmalıdırlar (ERİŞTİ, 2001, s.95).

Swap ve forward işlemlerinin arbitraj olup olmadığı hakkında iki görüş bulunmaktadır. Bunlardan birincisi bu işlemlerin aynı zamanda arbitraj olduğu, diğeri ise tam tersine bu işlemlerin arbitraj işlemi olmadığı yönündedir.

Döviz swapı işlemleri esas itibariyle bir tür arbitraj işlemi niteliğindeki işlemlerdir. Arbitraj işlemlerinde döviz takası işlemi spot piyasada gerçekleştirilmekte, döviz swapında ise, spot piyasada gerçekleştirilen bir döviz takasına ilaveten, bir de forward piyasada

tersine arbitraj işlemi yapılmaktadır. Swap işleminde spot piyasadaki işlem ile forward işlem aynı anda gerçekleştirilmektedir. Döviz swapında söz konusu olan iki ayrı arbitraj işlemi aynı anda gerçekleşmektedir. Her biri ayrı ayrı vergiden istisna edilmiş iki işlemin aynı anda yapılması da şüphesiz vergiden istisna olacaktır (VURAL, 1998, s.35).

Döviz forward işlemlerinde yapılan, dövizin belli bir tarih itibariyle ulaşacağı kurun tespit edilip bu değer üzerinden ve Yeni Türk Lirası olarak satılmasıdır. Yani bir döviz alıp başka bir dövize çevirmek gayesi mevcut olmadığı gibi, yapılan işlem bir vadeli işlemidir. Oysa arbitraj, işlemleri o anda mevcut fiyat farklılıklarından yararlanarak gelir elde edilmesi amacıyla yönelik olup vade de söz konusu değildir. Bu açıklamalar ışığında döviz forward işlemlerinin arbitraj olarak değerlendirilip banka ve sigorta muameleleri vergisinden istisna edilmesi mümkün değildir (GÜNDOĞDU, 2000, s.72).

Swap ve forward işlemleri ayrı piyasalar arasında yapılmamakta ve en önemlisi bu işlemler belli bir vadeyi içermektedir. Ayrıca forward işlemdeki döviz kuru spot işlemin döviz kuru ile aynıdır. Bu nedenle swap ve forward işlemlerinden bankaların kendi lehlerine elde ettikleri paralar mükelleflerce beyan edilerek bu tutarlar ve bu işlemlerle ilgili döviz teslimleri üzerinden BSMV hesaplanmalıdır (ARIKAN, 2000,s.101; EBİÇLİOĞLU-KAHRAMAN, 1999, s.53)

Arbitraj işlemlerine ilişkin Türk Hukuk sistemi içinde yapılmış tek tanım Merkez Bankası talimatlarında yer almaktadır. Merkez Bankası Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü Ödemeler Dengesi Müdürlüğü'nün 31.03.1993 tarih ve B.02.2.TCM.0.09.00.04.-26 sayılı yazısında "...spot piyasalarda (iki gün valöre kadar) yapılan arbitraj işlemleri dışındaki döviz- Türk Lirası veya döviz-döviz karşılığı yapılan ve ileride bir tarihte (vade tarihinde) değiştirilmek üzere bir kontrata bağlanan, ancak kontrat tarihinde herhangi bir parasal teslimatın yapılmadığı bir diğer ifadeyle değişim işleminin vade tarihinde yapıldığı işlemler" vadeli döviz alım ve satım işlemleri olarak tanımlanmıştır. Merkez Bankası'nın bu yazısından anlaşılacağı üzere arbitraj işlemleri ile vadeli işlemler ayrı ayrı tanımlanmış bulunmaktadır. bu talimatta, arbitraj işlemleri sadece iki gün valöre kadar olan işlemlerle sınırlandırılmış, iki gün valörü aşan ve kontrat tarihi itibariyle herhangi bir teslimatın yapılmadığı işlemler ise arbitrajdan ayrılarak vadeli işlem olarak tanımlanmıştır (DAYANÇ, 2002, s.123).

Merkez Bankası'nın 29.08.1998 tarih ve 23448 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan “ Yabancı Para Net Genel Pozisyon / Sermaye Tabanı Standart Rasyosunun Bankalarca Hesaplanmasına ve Uygulanmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” in 3. maddesinde swap işlemleri “ Vadeli Döviz Alım, Vadeli Döviz Satım Taahhütleri ” kapsamında değerlendirilmiştir. Yine söz konusu Tebliğe ilişkin yayınlamış olduğu 10.09.1998 tarihli uygulama esaslarının 5 No'lu maddesinde iki kadar valörlü döviz alım işlemlerinden doğan yabancı para alacaklarının “31 Spot Döviz Alımları satırına yazılacağı, iki günü aşan vadeli döviz alımlarından doğan ve nazım hesaplarda izlenmesi gereken işlemlerden doğan yabancı para alacaklarının ise “32 Vadeli (Forward) Döviz Alımları” satırına yazılması gerektiği belirtilmiştir. Bu Tebliğ açıklamalarından da anlaşılacağı üzere, bankacılık uygulamalarında arbitraj ve vadeli işlemler ayrı birer işlem olarak dikkate alınmakta ve bankacılık işlemleri açısından iki güne kadar valörlü işlemler arbitraj işlemleri olarak, kırk günü aşan valörlü işlemler ise vadeli işlemler olarak değerlendirilerek her işlem birbirinden kesin olarak ayrılmaktadır (DAYANÇ, 2002, s.123-124).

Maliye Bakanlığının bankalara bildirmek üzere Bankalar Birliğine vermiş olduğu 14.1.1997 tarih ve 1425 sayılı muktezasında, döviz swapı işlemlerinin, bir tarafın ihtiyacı olan döviz karşı taraftan alması, karşılığında buna tekabül eden başka bir dövizin verilmesi, başlangıçta belirtilen kurdan vade tarihinde tekrar dövizlerinin değişimi şeklinde cereyan eden bir arbitraj işlemi olduğu, bu nedenle gerek başlangıçta ve vadede meydana gelen iki ayrı arbitraj işleminin, gerekse arbitraj işlemleri sonucu dövizler arasındaki kur farkından lehe kalan paraların banka ve sigorta muameleleri vergisinden müstesna olduğu görüşü dile getirilmektedir.

36. Türev Piyasası İşlemlerinin Verginin Peçelenmesi ve Vergiden Kaçınma Aracı Olarak Kullanılması

Türev piyasası işlemlerinin Türk mali sistemi içerisinde yeni gelişmekte olması bu işlemlerin hukuki ve vergisel niteliklerinde belirsizliklere ve bu işlemlerden beklenen normal fonksiyonlarından öte vergisel bazı avantajlar sağlanmaya çalışılmasına neden olmaktadır. Türev piyasası işlemlerinin vergisel açıdan kavranmasında yaşanan belirsizlikler, vergi otoritesinin, mali sektördeki yenilikleri kavramada yaşadığı güçlükten

ziyade bu işlemlerin karışıklığından ve bir noktada bu işlemlerin doğasından kaynaklanmaktadır.

Vergi hukukunda, vergi yükümlülerinin ve vergi sorumlularının özel hukuk biçimlerini ve kurumlarını olağan kullanımları dışında kötüye kullanarak, vergi kaçırma amacıyla yaptıkları sözleşmelere veya işlemlere peçeleme sözleşmeleri yada işlemleri denir. Bu işlemlerin mahiyeti yani vergiyi doğuran olayın niteliği ve ona uygulanacak kurallar, idare ve vergi yargısı tarafından ekonomik yaklaşım kuralı uygulanarak ortaya çıkarılabilir. Bu işlemlerde yada sözleşmelerde taraflar, yasanın sözüne uygun davranıyor olmakla birlikte aslında özünü ihlal etmektedirler. Sözleşmenin tarafları, durumun gereklerine göre doğal olarak kendisine başvurulamayacak bir hukuk biçimine, vergi yasasını dolanmak amacı ile başvurumaktadırlar. Bu durumda idarece ve vergi yargısınca görünen sözleşmenin değil gerçek ekonomik durumun dikkate alınması ve ona göre hareket edilmesi gerekmektedir. Ancak bu şekilde yani yorum yolu ile ekonomik gerçek saptanabilir ve görünüşteki hukuki biçim değil gizlenen işlem tespit edilebilir (AKÇAOĞLU, 2002, s.105; DELİKANLI, 1998, s.115).

Forward ve swap işlemleri döviz kuru, faiz ve fiyatlarda oluşabilecek değişikliklerden kaynaklanan kayıpları ve riski en azına indirme amacına yönelik olarak yapılmakla birlikte bazen de sentetik, peçeli, nisbi muvazaalı işlemler olarak sentetik repo üretilmesi, mevduat faiz gelirlerinin peçelenmesi ve verginin ertelenmesi için kullanılmaktadır.

Hukuki açıdan, sentetik repo enstrümanı olarak kullanılan yani tasarruf sahiplerinin elde ettiği faiz gelirlerinin kur farkı adı altında gizlenmesi için yapılan forward ve swap işlemlerinin nisbi muvazaalı olduğunu söyleyebiliriz. Gerçekten de üçüncü kişileri aldatmak için görünüşte muvazaalı bir işlem yapan taraflar, bu işlem ile gerçek iradelerine uyan başka bir işlemi gizlemek istemişlerse nisbi muvazaadan söz edilir. Borçlar Kanunu'nun 18. maddesinde "bir sözleşmenin şekil ve şartlarını tayinde iki tarafın gerek yanlışlıkla, gerek sözleşmedeki gerçek amaçlarını gizlemek için kullandıkları deyimlere ve isimlere bakılmayarak onların gerçek ve ortak amaçlarını aramak lazımdır." hükmüne yer verilerek nisbi muvazaaa düzenlenmiştir. Kanunların emredici hükümlerinin muvazaalı işlemler aracılığıyla ihlal edilmesi, hukuk düzenince kabul edilebilir bir durum değildir.

Vergi kanunları da mükellefiyet veya sorumluluktan kurtulmak amacıyla yapılmış muvazaalı olsun veya olmasın her türlü sözleşmeyi kabul etmemektedir.

Forward işlemiyle sentetik repo üretilmesi işleminde öncelikle tasarruf sahibinin bankaya getirdiği Yeni Türk Lirası, tasarruf sahibi ile banka arasında yapılan Vadeli Döviz Alım-Satım Genel Sözleşmesi ile banka tarafından vergisel nedenlerden dolayı repo veya mevduat hesapları yerine, mevduat faizi genellikle en düşük olan döviz cinsine çoğunluklarda Japon Yeni'ne cari döviz kurunun altında bir kurla çevrilmiştir. Bu işlemlerden sonra, o döviz cinsi üzerinden ya vadesiz döviz tevdiat hesabına (bloke hesaplara) ya da vadesi anlaşma tarihinde belirlenen vadeli döviz tevdiat hesabına aktarılmaktadır. Diğer bir deyişle müşteriden Yeni Türk Lirası tahsil eden banka, karşılığında döviz satışı yapmakta, bu döviz tutarını da müşteri adına açtığı vadesiz veya vadeli döviz tevdiat hesabında tutmaktadır. Anlaşma vadesi geldiğinde, banka söz konusu dövizleri anlaşmada belirtilen ve cari kur'un oldukça üzerinde tespit edilen bir kurla satın alarak, müşteriye Yeni Türk Lirası ödemektedir. Böylelikle vadede ödenmesi taahhüt edilen anapara artı faiz tutarı dikkate alınarak, anlaşma tarihinde tespit edilen forward kur üzerinden müşteriye Yeni Türk Lirası ödeme yapılmaktadır. Ancak teknik olarak bu ödeme bir faiz geliri olarak değil de döviz kurunda oluşan bir artış olarak görüldüğü için stopaj artı fon payı kesintisi yapılmamaktadır. Faiz gelirlerinin beyanname kapsamına alınması da dolanılarak bu gelir beyanname ile bildirilmemektedir. Vadeli döviz tevdiat hesabı söz konusu ise, ancak döviz tevdiat hesabı (Örneğin Japon Yeni) faiz geliri üzerinden gayet düşük tutarda vergi alınmaktadır. Mevduat faiz gelirinin kur farkı adı altında gizlenmesi, tasarruf sahibinin bankaya getirdiği dövizin vade tarihindeki spot kurdan yüksek bir kurla Yeni Türk Lirası'na çevrilmesini sağlayan döviz forward sözleşmeleriyle de olabilmektedir.

Swap işleminde ise dövizlerin vadede karşılıklı değiştirilmesi söz konusudur. Örneğin, bankaya getirilen dolar (ABD Doları) önce Yeni Türk Lirası'na çevrilmekte sonra banka tarafından mevduat faizi düşük bir dövize (Japon Yeni) çevrilerek vadesiz döviz tevdiat hesabında veya anlaşmada belirlenen süreye göre vadeli döviz tevdiat hesabında tutulmaktadır. Anlaşma vadesi geldiğinde, döviz tevdiat hesabındaki Japon Yeni öncelikle Yeni Türk Lirası'na çevrilmekte ve daha sonra anapara ve faiz miktarını içeren miktara eşit olacak şekilde düşük hesaplanan kurdan, müşteriye ödenmesi taahhüt edilen tutarda Dolara

çevrilmekte ve ödeme yapılmaktadır. Böylece, forward örneğindeki mantıkla, mevduata verilen faiz tutarı çapraz kurda oluşan bir değişiklik olarak gizlenmektedir. Görüldüğü üzere buradaki forward ve swap işlemleri nisbi muvazaalıdır. Banka ve müşterisi arasında gizli ve geçerli bir anlaşma söz konusu iken görünürdeki sözleşme ile mevzuat dolanılmakta ve hem müşteri hem de banka bir kısım vergisel avantajlar sağlamaktadır.

Bankanın Vadeli Döviz Alım-Satım Genel Sözleşmesi ile vade tarihinde uygulayacağı kuru, ilgili gündeki cari kurun oldukça üzerinde tespit etmesi ve bu yolla faiz ödemesini kur farkı adı altında gizlemesi işlemi, ilan edilmiş faizin üzerinde bir menfaat temin etmek ve bu arada vergisel yükümlülüklerden kurtulmak amacıyla yapılmış muvazaalı bir işlemdir. Banka ile mudinin muvazaalı olarak vade tarihindeki forward kurunu hiç bir ekonomik açıklama olmaksızın yüksek tespit etmesi gerçek amacın vergisiz yüksek faiz ödemek olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca gerçek bir türev piyasası işleminde şu özellikler bulunmalıdır;

Gerçek bir türev piyasası işleminde sözleşme yapılması zorunludur. Yazılı yapılacak sözleşmede sözleşme konusunun fiyatı, miktarı ve teslim tarihi mutlaka belirtilmek zorundadır. Oysa banka ile mudi arasında yapılan işlemde sözleşme bazen sözlü yapılmakta, yazılı yapılsa bile belirtilen hususlar boş bırakılmaktadır. Gerçek bir türev piyasası işlemi, finansal kurumlarda Genel Müdürlük yada özel bir birim tarafından yapılırken burada işlemler genellikle şube düzeyinde gerçekleştirilmektedir. Gerçek bir swap işleminde finansal kurumun döviz pozisyonunda net bir artış yada azalış meydana gelmezken burada yapılan işlemde kurumun döviz pozisyonunda net bir artış meydana gelmektedir. Son olarak, genellikle bu tür işlemlerin uluslar arası piyasada rezerv para olarak kabul edilen Japon Yeni'ne düşük faiz verilerek yapılmasının hiçbir ekonomik açıklaması yoktur ve zaten faiz oranı paritesi yüzünden de mümkün değildir (UYANIK, 1998, s.7-8). Dolayısıyla yapılan işlemler özü itibarıyla mevduat kabulü niteliği taşımaktadır.

Forward ve döviz swap işlemleri ile mevduat faiz gelirlerinin peçelenmesinin birincil nedeni, mevduat sahiplerine, bankalar tarafından Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'na bildirilen ve ilan edilen azami faiz oranlarının üzerinde faiz ödeme imkanı sunulabilmesidir. Bir diğer neden ise, yüksek tutarlı mevduat kaçışlarının önlenbilmesi

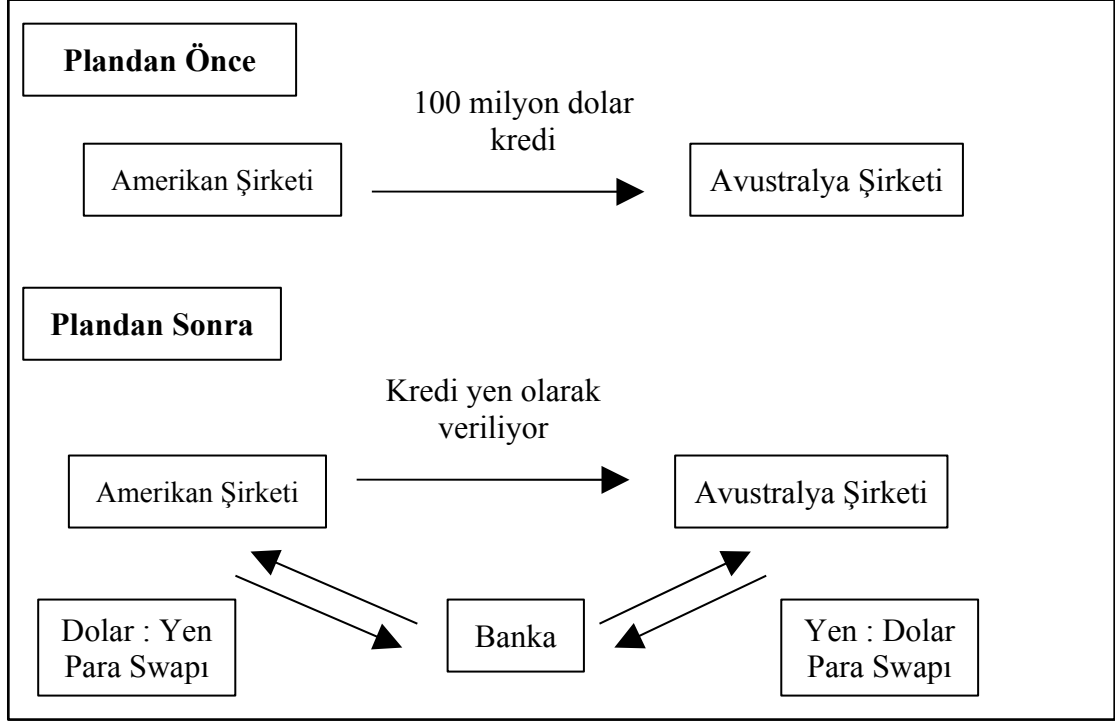
açısından piyasada sunulan yüksek faiz oranlarının net olarak uygulanabilme imkanının mevcut olmasıdır. Zira vergi ve fon olarak vergi idaresine ödenmesi gereken tutarlar, bu tür işlemlerde mevduat sahiplerine ödenmektedir (DELİKANLI, 1998, s.117).

Vergi erteleme amacıyla kötü niyetli olarak kullanılan ve straddles olarak da adlandırılan çift taraflı pozisyonlardan kaynaklanan, türev sözleşmelerin alım satım işlemleri sonucu ortaya çıkan zararlar indirim konusu yapılabilmektedir. Straddles kelime anlamı olarak eyer demektir. Finansal olarak straddles işlemleri, piyasada aynı miktar ve dönemde aynı finansal araca ait bir alım birde satım sözleşmesine sahip olunması demektir. Aynı yılda birden fazla yıla ait sözleşmelerin piyasada alım satımının yapılması ve daha sonraki yıl sözleşmelerinin fiyatlarının daha yüksek olması kişilere vergi erteleme imkanı sunmaktadır. Kötü niyetli olarak yapılan straddles işlemleri sonucu oluşan bu tip zararların indirimi Amerikan gelir idaresi tarafından yasaklamıştır. Amerikan gelir idaresi bu tip vergi erteleme işlemlerini kabul etmemektedir (UYANIK, 2001, s.43).

Forward kontratları, faiz stopajından kurtulmak içinde kullanılmaktadır. Bunun için yerel para ile borçlanılmak yerine (yüksek faizli zayıf para), rezerv para da denilen sağlam para ile (düşük faiz oranlı para) borçlanılmaktadır. Bu işlem yapıldıktan sonra vade tarihinde geri ödemek üzere bahsi geçen sağlam para satın alınarak bir forward sözleşme yapılır. Bu forward sözleşmesi, yüksek miktarda faiz ödemek yerine stopaj vb. vergisel yükümlülüklerden kurtulmak için yapılmaktadır (THURONYİ, 2001, s.8).

Para swapları da vergi stopajından kaçınmak için kullanılabilir. Bu işlemin nasıl yapıldığını bir örnek yardımıyla açıklayalım. Şekil 7'de de görüldüğü gibi bir Amerikan şirketi bir Avustralya şirketine % 5 faiz oranı üzerinden 100 milyon dolar kredi vermiştir. Normal koşullarda % 5 faiz oranı üzerinden 5 milyon dolar faiz ödenecek, stopaj oranı % 10 olarak kabul edilirse 500 bin dolarda stopaj ödenecektir. Ancak verilen kredi yukarıdaki açıklamalarımıza uygun olarak daha düşük faiz oranı uygulanan bir para birimi olan Yen'e çevrilmiştir. Yen üzerinden faiz oranı % 0.5'tir. Japon yenine daha az faiz verilmesi, daha az faizi geliri elde edilmesine neden olmaktadır. Bu faiz geliri üzerine uygulanan aynı stopaj oranında daha az faiz geliri üzerine uygulandığı için daha az vergi geliri demektir. Bu swap anlaşmasıyla ne Avustralya şirketi tarafından bankadan ne de banka tarafından

Amerikan şirketinden bir stopaj kesintisi yapılmamaktadır (http://www.economiamc.org/repo/fac_materiali/2005.10.12-Penney.pdf, 05.03.2006).



Şekil : 7

Para Swaplarının Vergi Stopajından Kurtulmak İçin Kullanılması

Kaynak: http://www.economiamc.org/repo/fac_materiali/2005.10.12-Penney.pdf,
05.03.2006

Forward kontratları, faiz stopajından kurtulmak içinde kullanılmaktadır. Bunun için yerel parayla borçlanılmak yerine (yüksek faizli zayıf para), rezerv parada denilen sağlam parayla (düşük faiz oranlı para) borçlanılmaktadır. Bu işlem yapıldıktan sonra vade tarihinde geri ödemek üzere bahsi geçen sağlam para satın alınarak bir forward sözleşme yapılır. Bu forward sözleşmesi, yüksek miktarda faiz ödemek yerine stopaj vb. vergisel yükümlülüklerden kurtulmak için yapılmaktadır (THURONYİ, 2001, s.8).

5281 sayılı Vergi Kanunları'nın Yeni Türk Lirası'na Uyumu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun ile Gelir Vergisi Kanunu'na eklenen geçici 67. madde ile menkul kıymetlerin veya diğer sermaye piyasası araçlarının üzerinden % 15 oranında stopaj yapılmaya başlandığını daha önce belirtmiştik. Ancak uluslararası yatırım

bankaları, yıl başından beri uygulanan % 15 oranındaki stopajdan kurtulmanın yolunu bularak müşterileri ile yıl başından beri 4 milyar dolarlık swap işlemi yapmıştır.

Global yatırım bankaları ile swap anlaşması imzalayan yabancı fonlar, bu anlaşmaları sayesinde Türkiye'de vergi ödemekten kurtulmaktadır. Şöyle ki hisse senetleri ve hazine bonoları çifte vergilendirme anlaşması olan ülkelerde kurulu global yatırım bankaları adına saklanmaktadır. Yani Türkiye'nin çifte vergilemeyi önleme anlaşması yaptığı ülkelerden birinde kurulu yatırım bankaları aracılığıyla piyasaya giren yabancı fonlar, ellerinde hisse senedi yerine makbuz niteliği gören bir swap sözleşmesi tutmaktadır. Aldıkları hisse senedi, devlet tahvili ve hazine bonusu gibi finansal enstrümanlar ise anlaşma yaptıkları global yatırım bankası adına saklanmaktadır. Böylece örneğin Türkiye'nin ikili vergi anlaşması yapmadığı İngiltere merkezli bir fon, çifte vergilendirme anlaşması olan Amerika Birleşik Devletleri merkezli bir yatırım bankası sayesinde yüzde 15 stopajı ödemekten kurtarmaktadır(YENER, 2006, s.1). Yada İngiltere kökenli bir şirket stopajdan kurtulmak isterse; Hollandalı bir aracı kuruma gitmekte ve hisse aldırılmaktadır. Bu durumda gerçek alıcı Türkiye'de bile olsa mesela İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda yapılan işlemlerde hisse senetleri Hollandalı aracı kurumun sahipliğinde gözükmekte ve çifte vergilendirme anlaşması nedeniyle bu aracı kurum Türkiye'de stopaj ödememektedir. Böylece İngiliz kökenli bir kurum, Hollandalı gibi değerlendirildiği için vergi ödemekten kurtulmakta ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndan alınan hisse senedinden elde edilen gelire stopaj ödenmemektedir (KARANFİL, 2006, s.1).

Bu işlemleri sadece yabancı fonlar değil yerli fonlarda yapabilmektedir. Yani yerli bankalar da yurtdışı iştirakleri adına swap işlemi gerçekleştirerek %15 stopajdan kurtulmaktadır. Stopajdan kurtulma sistematik olarak şu şekilde olmaktadır (YENER, 2006, s.2);

- Hollanda, Amerika, Belçika, İtalya, İsrail, Arnavutluk ve Pakistan ile Türkiye'nin ikili vergi anlaşması bulunmaktadır.
- Örneğin Londra merkezli bir fon İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndan hisse senedi almak istediğinde bu ülkelerde kurulmuş olan global yatırım bankalarından birine gitmektedir.

- Global yatırım bankası Londralı bu fondan aldığı alış emrini direkt İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na geçmektedir.
- Hisse senetleri bu yatırım bankası adına satın alınmakta ve saklama işlemi de bu yatırım bankası adına yapılmaktadır.
- Global yatırım bankası Londralı bu fona hisse senedi yerine makbuz işlevi gören swap sözleşmesi vermektedir.
- Fon elindeki bu hisse senedini diyelim ki 1 ay sonra satmak istediğinde bunu yatırım bankasına bildirmekte ve yatırım bankası da, fona elindeki swap kağıdı karşılığında kazancıyla birlikte parasını geri ödemektedir.
- Pakistan ve Arnavutluk dışındaki ülke vatandaşları hazine bonusu ve devlet tahvili gibi sabit getirili enstrümanlara vergi ödemek zorundadır. Bu nedenle yatırım bankaları bu iki ülkede şirket kurmakta ve müşteri bu kez çifte swap sözleşmesi imzalamaktadır.

37. Amerika Birleşik Devletleri'nde Türev Piyasası İşlemlerinin Vergilendirilmesi

Amerika Birleşik Devletleri'nde türev piyasasında yapılan işlemler aynı hisse senedi yada hazine bonoları gibi menkul kıymet olarak nitelendirilmektedirler. Bu nedenle sözleşme konusu olan dövizin, hisse senedinin, hazine bonosunun yada emtianın teslimine kadar olan sürede, sözleşme konusunun fiyatında meydana gelen kâr yada zararlar menkul kıymet kazancının konusuna girmektedir.

Amerika Birleşik Devletleri Vergi Kanunu'nun 475. maddesinde menkul kıymetler, ortaklık hakları veya halka açık ortaklıklar üzerindeki intifa haklarını, herhangi bir şirketin hisse senetlerini, tahvil ve tahvil gibi borçlanma araçlarını ve son olarak da faiz oranı, yabancı para veya belli bir menkule dayalı sözleşmeleri, menkul kıymetleri içeren opsiyon, forward ve futures sözleşmeleri içermektedir (EBİÇLİOĞLU-KAHRAMAN, 1999, s.70). Görüldüğü gibi Amerika Birleşik Devletleri vergi mevzuatında türev piyasası işlemleri menkul kıymet kapsamına girmektedir.

Amerika Birleşik Devletleri hukukunda forward sözleşmeleri, herhangi bir şirketin hisse senedine, halka açık ortaklıklar üzerindeki intifa haklarına, tahvil vb. borçlanma senetlerine, faiz oranına ve dövizde dayalı olarak yapılıyorsa menkul kıymetin geniş tanımı kapsamında değerlendirilmektedir. Buna karşılık emtiaya dayalı olarak yapılan forward sözleşmeleri menkul kıymet olarak kabul edilmemiştir (ULAŞ, 2002, s.1). Swap sözleşmeleri de aynı forward sözleşmelerindeki açıklamalara uyguna olarak menkul kıymet olarak kabul edilmiştir.

Futures sözleşmeleri, Amerika Birleşik Devletleri sisteminde menkul kıymet olarak değerlendirilmekte, vade sonunda sözleşmeye konu olan hisse senedinin, hazine bonosunun veya dövizin teslimine kadar geçen süre zarfında sözleşme konusunun fiyatında meydana gelen değişimlerden kaynaklanan zarar veya karlar menkul kıymet kazancı olarak değerlendirilmektedir (HOŞYUMRUK, 2004, s.3). Opsiyon sözleşmelerde, üzerlerinde satma yada satın alma hakkı sağladığı belgelerin menkul kıymet olup olmadığına bakılmaksızın bunlardan ayrı olarak menkul kıymet olarak kabul edilmiştir. Kanun bunların menkul kıymet olduğunu, menkul kıymet tanımı içinde verdiği örneklerde belirterek açık olarak hükme bağlamıştır. Ancak opsiyon sözleşmelerinin menkul kıymet olarak kabul edilebilmesi için, yatırım sözleşmesi mahiyetinde olması yada genellikle menkul kıymet olarak bilinen bir belge olması gereklidir (ARIKAN, 2000, s.52).

Amerika Birleşik Devletleri'nde menkul kıymet olarak değerlendirilen türev piyasası işlemlerinden sağlanan kazançların vergilendirilmesindeki esas nokta bu işlemlerin hangi amaçla yapıldığıdır. Yani işlem riskten korunmak için mi yoksa spekülasyon amacıyla mı yapılmaktadır. Amerika Birleşik Devletleri'nde hangi işlemin riskten korunmak hangi işlemin spekülasyon amacıyla yapıldığının belirlenmesi için riskten korunma muhasebesi uygulanmaktadır.

Yapılan işlemlerin riskten korunmak yada spekülasyon amacıyla yapılmasının ayrı tutulmasının nedeni sözleşme vadelerine kadar olan vergileme ile ilgilidir. Sözleşmelerin vadesi sonunda elde edilen kâr veya zarar gelir vergisi veya kurumlar vergisine tabi olmaktadır.

Amerika Birleşik Devletleri Vergi Kanunu'nda riskten korunma, vergi mükellefinin ticari faaliyeti çerçevesinde gelir elde etmek amacıyla elinde bulundurduğu veya bulunduracağı varlık açısından fiyat değişikliği veya döviz kuru dalgalanmaları riskini azaltmak, vergi mükellefinin ticari faaliyeti çerçevesinde yaptığı borçlanmalar veya yükümlülüklerle ilgili ödemeler açısından fiyat veya faiz oranı değişiklikleri veya döviz dalgalanmaları riskini azaltmak nedenlerinden birisi için girişilen bir işlem olarak tanımlanmaktadır (HEPER-EKİCİ, 2004, s.47).

Bir vergi mükellefi riskten korunma işlemi yaptığında, işlemi yaptığı gün bunun bir riskten korunma işlemi olduğunu açıkça belirtmelidir. Mükellef bu durumu defter ve kayıtlarında belirtmelidir. Amacın belirlenmesinde mevcut varlık, yükümlülükler ve alınan pozisyon arasında yüksek bir korelasyon bulunmalıdır. Riskten korunma işlemlerinden dolayı vergi mükellefi tarafından kullanılan muhasebe yöntemi gelirin nasıl olduğunu açıklamalı, ortaya çıkan gelirin dönemi, indirim, kâr veya zarar ile riskten korunan işlem ile ilgili indirim, dönem, kâr veya zarar ile eşleştirilmek zorundadır. Mükellefin defter ve kayıtları, her tipteki hedging işlemleri ile ilgili muhasebe yöntemi ve tanımlamalarını içermelidir. Türev piyasası işlemlerinin riskten korunma amacıyla yapıldığı durumlarda elde edilen gelirler, normal kazanç olara vergilendirilmektedir. Normal kazanç, sermaye kazançları dışına elde edilen kazançlar olarak tanımlanmaktadır (KOÇ, 2001, s.78).

Amerika Birleşik Devletleri'nde türev piyasası işlemlerinin spekülasyon amacıyla kullanılması durumunda elde edilen kazançlar sermaye kazançları olarak değerlendirilmekte ve vergilendirilmektedir. Sermaye kazançları da uzun dönem sermaye kazançları ve kısa dönem sermaye kazançları olarak ikiye ayrılmaktadır. Burada kazancı yaratan aracın bir yıldan daha uzun süre ile elde tutulması sonucu elde edilen kazanç uzun dönem kazanç olarak, kazancı yaratan aracın bir yıldan daha az bir süre elde tutulması sonucu elde edilen kazanç kısa dönem kazancı olarak değerlendirilmektedir. Bu kazançlar normal kazançla aynı değerlendirilmekle beraber, sermaye zararlarının ilgili yıl beyannamesinden düşülebilirliği sınırlıdır. Kurum dışı bir vergi mükellefi sermaye zararlarını, 3000 Dolar'a kadar sermaye kazançları artı normal kazanç ölçüsünde ilgili yıl beyannamesinden düşebilir ve sermaye zararını sınırsız bir şekilde ileriki dönemlere taşıyabilir. Eğer mükellef bir kurum ise sermaye zararlarını, sermaye kazançları ölçüsünde mahsup edebilir. Bu kurum, sermaye zararlarını en fazla üç yıl geriye taşıma yöntemi ile

geçmiş üç yılın beyannamesinden düşülebileceği gibi bu zararları beş yıl süreyle gelecek yıl beyannamesinden düşebilmektedir (UYANIK, 2001, s.42).

1981 yılında çıkarılan Economic Recovery Tax Yasası ile hem türev piyasası işlemlerinden elde edilen sermaye kazançlarının elde edilme zamanı konusundaki belirsizlik giderilmiş hem de piyasa fiyatına göre değerlendirme ve 60/40 kuralı getirilmiştir. Bu yasaya göre, türev piyasası işlemlerinden sağlanan kazanç yada zararlar hedging yani riskten korunma amacı dışında yapılan işlemlerden doğuyorsa kesinleşmemiş olsalar bile vergilendirme döneminin sonunda elde edilmiş sayılacaklardır. Yani hisse senedi sahibi olmak, bazı ortaklıklardan pay almak veya bazı menkul kıymetlere sahip olmak gibi değerlendirilmiş finansal pozisyonlara sahip olan kişiler bu yatırım araçlarının satmış gibi vergiye tabi tutulmaktadırlar. Ayrıca bu yasa ile, sözleşmelerdeki fiyat değişimleri dolayısıyla elde edilen kazançların her vergileme dönemi sonunda elde edilen miktarlarının % 40'ı kısa dönemli sermaye kazancı olarak, % 60'ı ise uzun dönem kazancı olarak kabul edilmekte ve bu kazançlar menkul kıymet kazancı olarak nitelendirilmektedir.

Ayrıca sermaye kazançlarında çift taraflı pozisyonlardan kaynaklanan zararların indirilmesi yasaklanmıştır. Çift taraflı pozisyon, piyasada aynı miktar ve dönemde aynı finansal araca ait hem alım hem de satım sözleşmelerine sahip olunmasını ifade etmektedir. Vergi erteleme amacıyla ortaya çıkan bu tür işlemler sonucu ortaya çıkan zararlar kanunen kabul edilmemektedir. Bu sözleşmelerin amacı riskin asgariye indirilmesi yanında fiyat değişimlerinden yararlanmak suretiyle kâr elde etmek ve vergiden kaçınma amacı ile vergi erteleme yapmaktır (HEPER-EKİCİ, 2004, s.48).

Piyasa fiyatına göre değerlendirme ve çift taraflı işlemlerden doğan zararların indirilmemesi kuralına tabi olan finansal sözleşmeler, Amerika Birleşik Devletleri Vergi Kanunu'nun 1256. maddesinde belirtilen sözleşmelerdir. Bunlar, hisse senedi olmayan opsiyonlar (endeks opsiyonları, borç opsiyonları, emtia futures sözleşmesi opsiyonları, döviz opsiyonları), organize bir borsada veya interbank piyasasında alım-satımı yapılan döviz işlemleri (forward döviz sözleşmeleri, para futures sözleşmeleri, para opsiyon sözleşmeleri), organize borsalarda alım satımı yapılan futures sözleşmeleri, aracı hisse senedi opsiyonlarıdır (hisse senedi opsiyonları, aracının garantisi altında bulunan opsiyonlardır). 1256. madde kapsamındaki bu belirtilen türev sözleşmeler dolayısıyla elde

edilen kazançlar, piyasa fiyatına göre değerlendirme ve 60/40 kuralına tabi olarak sermaye kazancı olarak vergilendirilmektedir. Ayrıca 1256. madde kapsamında olmayan hisse senedi opsiyonlarından (hisse senedi opsiyonu, değeri herhangi bir menkul kıymet ya da menkul kıymetler endeksi referans olarak alınarak doğrudan veya dolaylı olarak belirlenen bir menkul kıymeti satın almak ya da satmak için kullanılan opsiyondur.) elde edilen kazançlar da sermaye kazancı olarak vergilendirilmektedir. Amerika Birleşik Devletleri Vergi Kanunu'nun 988. maddesi, döviz işlemlerinden kaynaklanan döviz kazançları ve zararları için uygulanan vergilendirme kurallarını içermektedir. Dövizle ilgili tüm finansal enstrümanlar (para futures sözleşmeler, döviz forward sözleşmeler, döviz opsiyonları, swaplar) üzerinden doğan tüm kazançlar, döviz kazancı olarak muamele görmekte ve kazanç tespit edildiği anda vergilendirilmektedir. 988. maddenin benzer finansal enstrümanlar kategorisi, faiz oranı swaplarını, faiz kuru garantilerini (tavan, taban, kuşak) ve para swaplarını da kapsamaktadır. 988. madde riskten korunma işlemlerini ayrı bir kategori olarak kabul etmektedir. Buna göre herhangi bir 988. madde işlemi bir riskten korunma işleminin parçası olduğu takdirde, tüm işlemler bütünleştirilerek tek bir işlem olarak muamele görecektir ve elde edilen kazançlar normal kazanç olarak vergilendirilecektir (HEPER-EKİCİ, 2004, s.48-49).

Amerika Birleşik Devletleri'nde türev piyasası işlemlerinin hem hedge hem de spekülasyon amacıyla yapılmış olması durumunda ise hangi işlemlerin hangi amaç için yapıldığının ispatı kişiye aittir. Hedge işlemi ile ilgili olarak bu işlemin istisnaları vardır. Örneğin, zararın % 35'den daha fazlasını komanditer ortaklarına devreden ortaklıklarda bu kural uygulanmaz. Komanditer ortaklar, hedge işlemi yapan şirketten elde ettikleri kazanç kadar şirketin hedging zararından payına düşen kısım kadarını hedge zararı olarak beyan edebilir. Bu limitten dolayı ertesi yıla devreden hedge zararları ertesi yıl beyan edilebilir ve indirimine konu edilebilir (UYANIK, 2001, s.43).

38. Avustralya' da Türev Piyasası İşlemlerinin Vergilendirilmesi

Avustralya'da ne forward sözleşmeleri için ne de diğer türev piyasası işlemleri için düzenlenmiş vergi kanunları bulunmamaktadır. Türev sözleşmeler için vergilendirme genel kurallara, içtihatlar ve bazı özel enstrümanlar için Avustralya Vergi İdaresinin yayınladığı kurallara göre yapılmaktadır.

Forward kontratlarda işlemin amacı karşı tarafın bilinen veya tahmin edilen faiz riskini hedge etmeye yönelikse ve karşı taraf faiz giderinden dolayı vergi indirimine haiz olacaksa, faize dayalı forward sözleşmeleri genel olarak gelir hesabına kaydedilmektedir. Forward sözleşmelerden elde edilen kazançlar söz konusu işlem spekülatif yada hedging amaçlarından hangisi yapılarak elde edilirse edilsin gelir hesaplarına kaydedilmektedir. Genel vergi kuralları uyarınca, forward kontratlarında kâr yada zarar vadede veya kontratın vadeden önce kapatılmasında kesinleşir. Vergilemede vade ve ödemenin yapıldığı zaman dikkate alınır. Avustralya faiz gelirini stopaja tabi tutmaktadır. Ancak finansal türev ürünlerine dayalı olarak yapılan faiz ödemeleri stopaj dışı bırakılmıştır. Futures sözleşmeleri, vergi mükellefinin ticari işinin bir parçası olduğundan ve dolayısıyla gelir hesabında yer aldığından, bu sözleşmelerden elde edilen kâr vergiye tabidir. Aynı zamanda uğranılan zararda matrahtan indirilebilir. Futures kontratlarının vadede teslim ile kapatılmasının yada vadeden önce kapatılmasının vergileme açısından bir farkı bulunmamaktadır. Riskten korunmak için kullanılan bu sözleşmelerden elde edilen kar yada zararlar ticari kazanç olarak değerlendirilmektedir. Yatırılan depozito yada teminatlar ise vergiye tabi değildir. Futures sözleşmelerde de aynen forward sözleşmelerde olduğu gibi günlük kâr üzerinden vergileme yapılmamaktadır. Opsiyon sözleşmelerinin vergilendirilmesi bu sözleşmelerin gelir yada sermaye hesabında olmasına göre değişiklik göstermektedir. Bir opsiyon sözleşmesi vergi mükellefi tarafından ticari amaçla yada riskten korunma amacı için kullanılıyorsa genellikle gelir hesabında yer almaktadır. Bu durumda opsiyon primi vadede yada ödendiğinde vergiden indirilebilmektedir. Eğer opsiyon hakkı kullanılmazsa hiçbir vergi mükellefiyeti doğmamaktadır. Opsiyon sözleşmesinin sermaye hesabında yer alması durumunda ise opsiyon yazıcısı opsiyon primi kadar vergiye tabi sermaye kazancı elde etmiş olacaktır. Bu durumda opsiyon alıcı için herhangi bir vergisel yükümlülük bulunmamaktadır. Swaplarla ilgili olarak faiz swaplarına ilişkin düzenlemeler bulunmaktadır. Bu kuralların diğer swap sözleşmelerine de uygulanması mümkündür. Faiz swapları çerçevesinde tahsil edilen ödemeler genellikle gelir hesabında yer alır ve vergiye tabi tutulmaktadır. Para swapları ise vergi mükellefinin gerek spekülatif faaliyetlerinden gerekse de ticari işin bir parçası olarak kullanılmış olmasına bakılmaksızın genel kurallar çerçevesinde vergiye tabi tutulmaktadır (NURCAN, 2005, s.84-87).

39. Almanya’da Türev Piyasası İşlemlerinin Vergilendirilmesi

Futures ve opsiyon sözleşmelerinden doğan kazanç ve kayıplar, bu sözleşmelerin işletmenin aktifinde kayıtlı olması durumunda ticari kazanç hükümlerine göre vergilendirilecektir. Zararlar ise opsiyon sözleşmelerinin sadece işletmenin normal faaliyet konusu ile ilgili olması durumunda matrahtan indirilebilecektir.

4. SONUÇ ve ÖNERİLER

Sabit kur sisteminin yıkıldığı 1970'li yılların başlarında ortaya çıkan kur, fiyat ve faiz riski piyasalarda faaliyetlerde bulunanları zor durumda bırakacak finansal riskler olarak değerlendirilmektedir. Bu tür finansal riskleri ortadan kaldırmak, bunların etkilerinin azaltmak veya kâr sağlamak amacıyla yönelik olarak yeni birçok finansal araç geliştirilmiştir. Bu finansal yeniliklerin özellikle 1960'lardan sonra hızla artmasının nedenleri genel olarak dört başlık altında toplanmaktadır. Bunlar; faiz ve enflasyon oranlarındaki dalgalanmalar, yasal düzenlemeler, bilgisayar ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler ve rekabettir. Finansal yeniliklerin ilk sonuçları, finansal ürün ve tekniklerdir. Bu yeni finansal ürünlerin birkaçı türevler, geri çağrılabilir tahviller ve şirketlerin aktiflerindeki alacakların menkul kıymet haline dönüştürülmesi sonucu ortaya çıkan varlığa dayalı ticari finansman bonolarıdır. Bu yüzlerce yeni finansal araç içerisinde hiç kuşku yok ki en önemlisi türev ürünlerdir.

Mali risk yönetim ürünleri, hedging araçları, yeni finansal teknikler, bilanço dışı ürünler gibi adlarla da ifade edilen türev ürünleri, ürün bazında finansal yenilik sürecinin en başında gelmektedir. Türev finansal araç, iki taraf arasında daha önceden belirlenmiş bir fiyattan, belirlenmiş bir miktarda mal veya nakit akışının önceden saptanmış belli bir gelecek zamanda alınıp satılmasını içeren sözleşmelere (kontratlar) konu olan, getirisi daha önceden çıkarılmış bir finansal aracın getirisine bağlı, bir tür menkul kıymettir. Bu piyasaların en önemli özelliği işlem gören malların kendisinden değil, bu mallara ait fiyat, faiz, kur değişikliklerinden kâr elde etme umududur. Dünyadaki türev piyasalarına bakılıp genel bir sınıflandırılma yapıldığında hisse senedi endeksi, faiz, döviz gibi finansal araçlara, pamuk, buğday, mısır, palm yağı gibi tarımsal ürünlere, metallere ve enerjiye dayalı türev sözleşmelerinin işlem gördüğü görülmektedir. Türev ürünleri taşıdıkları temel özellikler açısından forward, futures, opsiyon ve swap olmak üzere dört ana grupta toplanmaktadır. Türev ürünler işlem gördükleri mekan açısından da iki gruba ayrılırlar. Bunlar; borsada işlem gören türev ürünler (futures ve opsiyonlar) ve borsa dışında işlem gören over the counter-tezgah üstü işlemler (forward, swap, opsiyonlar) olarak adlandırılan

türev ürünlerdir. 2004 Aralık sonu itibariyle borsalarda işlem gören türev işlemlerinin hacmi yaklaşık 1.144 Trilyon ABD Doları'dır. Global tezgahüstü türev piyasalarında ise 2004 aralık ayı sonundaki açık pozisyon miktarı ise 248 trilyon amerikan dolarıdır.

Türev ürünler, özellikle finansal piyasaların daha riskli hale gelmesiyle birlikte finansal ve finansal olmayan kurumlar tarafından spekülasyon, hedging (bugünden gelecekteki fiyat riskine karşı korunma), finansman (kredi garantisi), yeni ihtiyaçlara uygun hizmet sağlayabilecek yeni ürünler yaratabilmek, fon kaynağı olarak sadece mevduata bağlı kalmayıp yeni kaynaklar yaratabilmek, arbitraj, getiri yükseltici işlemler, sentetik ürünlerin yaratılması, yayılma (spread) işlemleri (bir sözleşmenin bir vadesinin alınıp diğer bir vadesinin satılması), vergisel amaçlı işlemler için kullanılmaktadır.

Türev ürünler, temel kullanım amaçları olan hedging yani riskten korunma, spekülasyon ve arbitraj yanında tali bir amaç gibi görünse de aslında çoğu kez bu amaçlarında önüne geçen vergiden kaçınma ve verginin peçelenmesi amacıyla da kullanılmaya çalışılmaktadır.

1980'li yıllardan sonra dünyada döviz ve faize dayalı olarak yapılan türev piyasası işlemlerinin hacimleri ve ürün çeşitliliğinde ciddi bir artış yaşanmasına rağmen ülkemizde bu araçların gelişmediğini görüyoruz. Finansal piyasalarda işlem hacmi, çeşitliliği ve önemi gideren artan türev piyasası işlemlerinin ülkemizde yeterince gelişmemiş olması yanında bu araçlara ilişkin olarak mevzuatımızda da detaylı olarak yapılmış herhangi bir düzenleme mevcut değildir. Türev piyasası işlemlerine ilişkin düzenlemeler Kambiyo Mevzuatı ve buna bağlı olarak çıkarılan 32 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Karar, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası mevzuatı, hepsinden daha detaylı olaraktan sermaye piyasası mevzuatı ve buna bağlı olarak çıkarılan yönetmeliklerle yapılmaya çalışılmıştır. Bütün bu düzenlemelere dayanılarak İstanbul Altın Borsası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda yapılmaya çalışılan türev piyasası işlemleri yeterince ilgi görmemiştir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gerçekleşmemesinin temel nedenleri şu şekilde sıralanabilir; piyasasının kuruluşunun krize denk gelmiş, piyasalar krizin ortaya çıkardığı sorunlar ile meşgul iken yeni bir finansal ürünü tanımak, işlevini kavramak ve kullanmak konusuna yoğunlaşmamıştır. Piyasa üyelerinin büyük bir bölümü, alım-satım için muhasebe, risk yönetimi ve diğer

sistemlerinin hazır hale getirememişlerdir. Türev piyasalar hakkında bilgisizlik ve şüpheleri giderecek yeterli ölçüde bilgilendirme ve tanıtım yapılmamıştır. Bu piyasaya özellikle daha geniş yatırımcı tabanına ulaşabilen aracı kurumlar yerine konuya daha az hazırlıklı olan ticari bankaların kabul edilmesi piyasanın gelişmesinin engellemiştir. Bu piyasalarla ilgili olarak varılan son nokta, 4 Şubat 2005 tarihinde faaliyete geçen Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası' dır. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın faaliyetine geçmesi ile birlikte Genel Yönetmelik gereği İstanbul Menkul Kıymetler Borsası nezdindeki Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü'nün faaliyetleri de sona ermiştir. Dünya uygulamalarında spot ve türev piyasaların farklı borsalar bünyesinde faaliyet göstermesi yaygın bir uygulama değildir. Dünya geneline bakıldığında bir çok ülke uygulamasında spot ve türev piyasaların tek bir borsa çatısı altında faaliyet gösterdikleri ayrı olanlarında birleştirildikleri görülmekle birlikte ülkemizde farklı borsalar halinde faaliyet göstermeleri sağlanmıştır. .

Türev piyasasında yapılan işlemlerin vergisel durumunu ortaya koyarken karşılan en önemli sorun, bu işlemlerin menkul kıymet niteliğine haiz olup olmadığıdır. Bu işlemlerin menkul kıymet olduğuna dair görüşler olmasına rağmen menkul kıymet olmadığına dairde pek çok görüş bulunmakla birlikte yasa koyucu yapılan bu tartışmalara çıkarılan “5281 sayılı Vergi Kanunlarının Yeni Türk Lirasına Uyumu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun” ile son vermiştir. Bu kanunda türev piyasası işlemleri diğer sermaye piyasası aracı olarak tanımlanmıştır. Kanunda diğer sermaye piyasası araçları “Bankaların ve aracı kurumların taraf olduğu veya bunlar aracılığıyla yapılan; belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte, ekonomik veya finansal göstergeye dayalı olarak düzenlenenler de dahil olmak üzere, para veya sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve dövizini alma, satma, değiştirme hak ve/veya yükümlülüğünü veren vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri bu madde uygulamasında diğer sermaye piyasası aracı addolunur.” şeklinde tanımlanmıştır.

Türk vergi mevzuatında ise türev ürünler için özel olarak getirilmiş kurallar bulunmamaktadır. Türev ürünlerin kullanımı sonucunda vergiyi doğuran olay gerçekleştiği takdirde vergi mevzuatımızdaki genel düzenlemeler çerçevesinde vergilendirme yapılmaktadır. Diğer taraftan vergi kanunlarında yer alan çeşitli istisna hükümlerinin türev ürünlere de uygulanma imkânının bulunması sebebiyle vergi mevzuatında dolaylı olarak türev ürünlere ilişkin az da olsa hüküm olduğunu söylemek mümkündür. Görüldüğü gibi

türev piyasası işlemlerinden elde edilecek gelirlerin ve bu işlemler dolayısıyla katlanılacak giderlerin hangi vergilere tabi olacağı konusu tartışmalıdır. Bütün bu belirsizlikleri ve yürürlükteki vergi kanunlarını dikkate alıp bir değerlendirme yaptığımızda bu işlemler dolayısıyla elde edilen gelirlerin ve katlanılan giderlerin gelir vergisi, kurumlar vergisi, katma değer vergisi, banka ve sigorta muameleleri vergisi ve damga vergisi kapsamında değerlendirilebileceği görülmektedir.

Türev piyasası işlemlerine yönelik olarak yapılan en önemli vergisel düzenleme 01.01.2006 tarihinde yürürlüğe giren ve 31.12.2015 tarihine kadar yürürlükte kalacak olan “5281 sayılı Vergi Kanunlarının Yeni Türk Lirasına Uyumu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun” dur. Ancak bu kanun daha yürürlüğe girmeden 2005 yılı sonunda kabul edilen 5436 sayılı Yasa’nın 14. maddesinin (d) bendi ile değiştirilmiştir. 5281 sayılı kanunun 30. maddesi ile 01.01.2006 tarihinden itibaren elde edilen gelirlere uygulanmak üzere, Gelir Vergisi Kanunu’na eklenen geçici 67. maddede dört ayrı tevkifat müessesesi düzenlenmiş, türev piyasası işlemleri diğer sermaye piyasası aracı olarak belirtilmiş, finansal araçlardan elde edilecek gelirler aynı düzeyde ve kaynakta vergilendirilerek ticari faaliyete dahil olmayan gelirler için kaynakta yapılacak bu vergilemenin nihai vergileme olacağı belirtilmiştir. Ayrıca tevkifatın, bankaların ve aracı kurumların taraf olduğu veya bunlar aracılığıyla yapılan işlemlerde uygulanacağı, tevkifatı yapacak olanlarında bankalar yada aracı kurumlar olacağı belirtilmiştir. Kanunla tezgahüstü piyasalarda yapılan işlemler stopaj kapsamına alınırken, Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası’ndan elde edilecek gelirler gerçek kişiler hariç stopaj kapsamı dışında tutulmuştur. Yürürlüğe giren bu kanunla vergilemede basitliğin sağlanması ile finansal araçlardan elde edilen gelirlerin vergilendirilmesinde tek ve ortak bir düzene geçilmesi amaçlanmıştır. 31.12.2005 tarihine kadar geçerliliği devam eden sistemden önce finansal araç gelirleri çok çeşitli şekillerde vergilendirilmekteydi. Yeni sistem ile kural olarak finansal araçların stopaj yoluyla vergilendirilmesi ve kaynakta vergilemenin nihai vergilendirme kabul edilerek söz konusu gelirlerin beyan edilmemesi ilkesinin benimsendiği görülmektedir.

“5281 sayılı Vergi Kanunlarının Yeni Türk Lirasına Uyumu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun” daha yürürlüğe girmeden 5436 sayılı kanunla bazı değişikliklere uğradığını ve 01.01.2006 tarihinde bu şekilde yürürlüğe girdiğini

belirtmiştik. Ancak 01.01.2006 tarihinden itibaren kanunun uygulanmaya başlanmasıyla beraber piyasalardan gelen bazı tepkileri dikkate alan Maliye Bakanlığı kanunda yine bazı değişiklikler yapmaya hazırlanmaktadır. Buna göre yapılması düşünülen değişikliklerden türev piyasası işlemlerini ilgilendirenlere bakacak olursak; ülkemizde yerleşik olmayan dar mükellef gerçek kişi ve kurumların, diğer bir ifadeyle yurtdışında yerleşik yatırımcıların, vergilemesinde Avrupa Birliği uygulamaları çerçevesinde mukimlik ilkesi esas alınmaya başlanarak yurtdışı yerleşiklerin finansal araçlardan Türkiye’de elde ettikleri kazanç ve iratlara uygulanacak stopaj oranının sıfıra indirilmesine karar verilmiştir. Bir başka deyişle, artık bu yatırımcılardan stopaj yapılmayacak ve bunlar açısından beyanname verilmesi de söz konusu olmayacaktır. Ayrıca vadeli işlem ve opsiyon borsalarında yapılan sözleşmelerden elde edilen kazançların sadece 2006 yılı için stopaj kapsamı dışında tutulması uygulaması tekrar ele alınarak, gerekli yasal düzenlemeler yapıldıktan sonra sürekli hale getirilmesi sağlanacaktır.

“5281 sayılı Vergi Kanunlarının Yeni Türk Lirasına Uyumu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun” ile türev piyasası işlemlerinin vergilendirilmesi konusunda önemli bir adım atılmış olmakla birlikte bu piyasalardan elde edilen gelirlerin vergilendirilmesinde netleşmeyen noktalar vardır. Her şeyden önce bu kanun, bu işlemlerden elde edilen gelirler konusunda sadece gelir vergisi stopajı hususunda bir düzenleme getirmiştir. Dolayısıyla bu işlemlerin Katma Değer Vergisi Kanunu, Damga Vergisi Kanunu ve Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi Kanunu karşısındaki durumuna ilişkin belirsizlikler devam etmektedir. Ayrıca yasa çok önemli olan spekülasyon işlemleri ile riskten korunma için yapılan işlemlerin farklı şekillerde vergilendirilmesi hususunda da bir düzenleme getirmemiştir.

Yeni finansal araçlardan türev piyasası işlemleri vergiden kaçınma ve verginin peçelenmesi amacıyla kullanılabilir. Vergi idareleri bu ürünlerden elde edilen gelirleri tanımlamada, bunları ülkelere tahsis etmede ve özellikle bu ürünleri kullanan firmalar vergi cenneti ülkelerde faaliyette bulunduğunda bunları vergilemede zorluklarla karşılaşmaktadır. Türev piyasası işlemlerinin vergisel açıdan kavranmasında yaşanan belirsizlikler, vergi otoritesinin, mali sektördeki yenilikleri kavramada yaşadığı güçlükten ziyade bu işlemlerin karışıklığından ve bir noktada bu işlemlerin doğasından kaynaklanmaktadır. Sermaye piyasalarının daha entegre ve daha kompleks olduğu bir

ortamda ulusal vergi otoritelerinin bu konuları kavramada yetersiz kalacağı muhtemeldir. Bu araçlarla ilgili bir düzenleme yapılmadığı zaman çok miktarda tutarda vergi dışı kalmaktadır. Bunları engelleyebilmek amacıyla türev ürünler ve diğer yenilikçi finansal ürünler konusunda oluşturulmuş uygun bir vergi politikası şu genel amaçlara ulaşmaya çalışmalıdır

- 6- Kesinlilik: Vergi mükelleflerinin riski yönetmek amacıyla türev ürünleri kullanabilmeleri amacıyla bu ürünlerin kullanımında ortaya çıkabilecek kazanç ve kayıpların nasıl vergilendirileceğini tam olarak bilmeleri gerekir.
- 7- Uyumluluk: Belirli bir işletme faaliyetinin hedge edilmesi için kullanılan türev ürünlerin vergi muamelesinin, korunma sürecinin etkin bir şekilde çalışabilmesi için işletme faaliyetinin vergi muamelesiyle uyumlu olması gerekir.
- 8- Genellik: Genel olarak türev ürünleri kullananların bu kullanımları dolayısıyla karşılaştıkları vergi muameleleri benzer olmalıdır.
- 9- Tutarlılık: türev ürünler aşırı derecede esnek enstrümanlardır. Türev ürünlerden elde edilen gelirlerin vergilendirilmesi ile ilgili oluşturulan kanunlar, benzer ekonomik özellikler gösteren türev ürünlere farklı olmayacak şekilde uygulanmalıdır.
- 10- Suistimal edilmemelidir: Türev ürünler genelde işletme amaçlarına hizmet ettiklerinden, vergi kaçırmak amacıyla kullanılan türev ürünlerinin bu amaçlarını gerçekleştirmek için mevcut vergi kanunlarının suistimallerini sağlayacak vergi boşlukları bırakılmamalı ve varsa boşluklar doldurulmalıdır.

Türev ürünler için belirlenmiş muhasebe şartlarının ve kurallarının da belirgin hale getirilmesi gereklidir. Bankaların ve aracı kurumların bu işlemleri yapmaları halinde muhasebeleştirme açısından bir sıkıntı bulunmamakla birlikte işletmeler açısından durum karmaşıktır. Maliye Bakanlığı tarafından, türev işlemlere ilişkin muhasebeleştirmenin nasıl yapılması gerektiğine dair bir düzenleme yapılmamıştır. Sermaye Piyasası Kurulu ise işletmeler tarafından alımı ve satımı gerçekleştirilen vadeli işlem ve opsiyon

sözleşmelerinin değerlemesi ve muhasebeleştirilmesine ilişkin usul ve esasları içeren bir tebliğ yayınlamıştır. Bu tebliğ kapsamına menkul kıymetlerini halka arz etmiş sayılan anonim ortaklıkları, aracı kuruluşlar ve diğer sermaye piyasası kurumları girmektedir. Bunların dışında kalan işletmelerin, türev işlemlere ilişkin muhasebeleştirmeyi nasıl yapacakları konusu ise henüz belirsizdir. Türev ürünlerin muhasebeleştirilmesi ve mali tablolara yansıtılması açısından, bunların kâr elde etme amacıyla girilen spekülasyon işlemler veya riskten korunma amaçlı hedging işlemleri olmasına göre ayırarak muhasebeleştirilmesini sağlayan ve yapılan işlemin spekülasyon mu, hedging mi olduğunun muhasebe kayıtlarında açıkça belirtildiği bir sisteme geçilmesi yerinde bir uygulama olacaktır.

Türev ürünlerin her şeyden önce getirdiği bazı vergisel problemleri engelleyebilmek için herhangi bir kısıtlama getirilmeden önce bir finansal araç zenginliği olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Benzer enstrümanların gelişmiş ülkelerde de bulunduğu dikkate alınarak durumun vergisel boyutuna öncelik verilmeli, sistemin normal gelişme süreci içinde işleyişi ve emniyeti göz önüne alınarak mevzuattaki boşluklar giderilmelidir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

a. Kitaplar

ABAAN, Ernur Demir : Merkez Bankaları ve Türev Piyasa Riskleri, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 2002/2, Ankara, 2002.

ALLETZHAUSER, Al : Dünyanın En Güçlü Borsa Şirketinin Gerçek Hikayesi; Nomura Sarayı, Çeviri: Mustafa Küpüşoğlu- Ahmet Fethi, Trend Yayıncılık, 1.Baskı, İstanbul, Eylül 1992.

ALTINTAŞ, Muhammet: Banka Şubelerinin Vergisel İşlemleri ve Muhasebeleştirilmesi, T.C.Maliye Bakanlığı Gelirler Genel Müdürlüğü, İzmir-1998.

AKALIN, Nevruz : Türev Araçların Taşıdığı Risklerin Ortaya Konmasında Kamuyu Aydınlatma Düzenlemelerinin Yeri ve Önemi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yeterlik Etüdü, Ankara, Nisan 1999.

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

AKGÜÇ, Öztin : Finansal Yönetim, Genişletilmiş 6. Basım, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:63, Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı Yayın No:15, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 1994 .

APAK, Sudi : Uluslararası Finansal Teknikler, Bilim Teknik Yayınevi, 2.Basım, İstanbul-1995.

ARIKAN, A.Naci : Türev İşlemlerin Hukuki ve Vergisel Boyutu, Maliye Hesap Uzmanları Derneği Yayını, İstanbul, 2000.

- _____ : Opsiyon Sözleşmelerinin İşleyişi ve Vergisel Boyutu, TÜRMOB yayınları-120, Sirküler Rapor Serisi, Seri No:2000-11, Ankara 2000.
- BARAN Ercüment : Vadeli İşlemler Rehberi, TÜRMOB Yayınları-250, Sirküler Rapor Serisi, Seri No:2004-11, Ankara, 2004.
- BERK, Niyazi : Finansal Yönetim, Türkmen Kitabevi, 4. Baskı, İstanbul, 1999.
- BOLAK, Mehmet : Finans Mühendisliği Kavramlar ve Araçlar, Beta Basım Yayım Dağıtım AŞ, Yayın No:824, 1.Baskı, İstanbul, Ekim 1998.
- BREALEY, A. Richard
ve diğerleri : İşletme Finansının Temelleri, Çeviren:Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Literatür Yayıncılık, İstanbul-1997.
- CEYLAN Ali : Finansal Teknikler, Ekin Kitabevi Yayınları, Genişletilmiş 3.Baskı, Bursa, 1998.
- CHAMBERS, R.Nurgül : Türev Piyasalar, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul, Aralık 1998 .
- ÇETİN, Turgay : Vadeli işlemler, İşleyişi ve Vergisel Boyutu,TÜRMOB Yayınları, Seri No:28, Ankara 1999
- ÇOBAN, Metin : Uluslararası Muhasebe Standartları 32 ve 39'un Türkiye'ye Uygulanabilirliği ve Muhasebe İşlemleri, Basılmamış Doktora Tezi, Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon, Eylül 2001.
- DÖNMEZ, Çetin Ali
ve diğerleri : Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş, İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü, Kasım 2002.

EBİÇLİOĞLU, Fatih Kemal

KAHRAMAN, Abdülkadir: Forward İşlemleri İşleyişi ve Vergisel Boyutu, TÜRMOB Yayınları, Sirküler Rapor Serisi, Seri No : 22, Ankara, 1999.

_____ : Swap İşlemleri İşleyişi Ve Vergisel Boyutu, TÜRMOB Yayınları, Ankara, 1999.

EMRE, Zeynep

FIKIRKOCA ,Ekin : Güney Kore ve Türkiye Sermaye Piyasaları, Editör : Alparıslan Budak, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) Yayınları, 1. Baskı, Yayın No: 14, İstanbul, Nisan 2004.

ERDOĞAN, Niyazi :Uluslararası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi & Çağdaş Finansman Teknikleri, 2.Baskı, Ankara,1995.

ERGİNCAN, Yakup : Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri Portföy Yönetiminde Kullanımı Ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:33, Ankara, Mayıs 1996.

ERSAN, İhsan : Finansal Türevler, 2. Basım, Literatür Yayıncılık , Temmuz 1998.

FOX, William F.

MCLNTYRE, Michael J.: Globalization and Tax Design in Developing Countries, OECD, 2003.

GÜNDÜZ, Lokman

TUTAL, Mehmet : Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi:Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Öneri, Sermaye Piyasası Kurulu, 1995.

İMKB

: Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınları, İstanbul- 1999

- MÜMİNOĞLU, Miray : Yeni Mali Ürünler ve Türkiye’de Uygulanması İçin Gerekli Düzenlemeler, Sermaye Piyasası Kurulu,1994.
- KAYACAN, Murad ve diğerleri : Sermaye Piyasası Araçlarına Dayalı Future ve Option Sözleşmelerinin Fiyatlaması, Vadeli İşlemler Piyasası Çalışma Grubu, Haziran 1995.
- KOCAMAN, Berna : Finansal Piyasalar, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2004.
- KONURALP, Gürel : An Introduction to International Investments, Ser Ofset San.Tic.Ltd.Şir., İstanbul 1999.
- ÖÇAL, Tezel : Para Teorisi, Gazi Üniversitesi Yayın No:157,Yayın No:53, Ankara,1990
- ÖNCÜ, Saime : Türev Ürünlerin Muhasebe Sorunları ve Bankalar İçin Muhasebeleştirme Sorunları, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No:192, Eskişehir-1995.
- ÖZALP, Pınar : Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi İçindeki Rolü:Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları, Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, 2003.
- ÖZŞAHİN, A. Kerem : Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası Kurulu, Yeterlilik Etüdü, Ankara,1999.
- PARASIZ, M. İlker : Para Banka ve Finansal Piyasalar, Beşinci Baskı, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1994.

- PARASIZ, M. İlker
YILDIRIM, Kemal : Uluslararası Finansman - Teori ve Uygulama, Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa 1994.
- PEHLİVAN, Osman : Vergi Hukuku, Derya Kitabevi, Trabzon 2000.
- SARIKAMIŞ, Cevat : Sermaye Pazarları, Alfa Yayınları 4.Basım, Bursa-İstanbul, Kasım 2000.
- SEVİĞ, Veysi : Türev Araçlar Lisansı Eğitimi, İlgili Vergi Mevzuatı, , Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) Yayınları, Aralık, 2002.
- SEVİL, Güven : Finansal Risk Yönetimi Çerçevesinde Piyasa Volatilitésinin Tahmini ve Portföy Var Hesaplamaları, Anadolu Üniversitesi Yayınları No:1323,Turizm ve Otel İşletmeciliği Yüksekokulu Yayınları No:3, Eskişehir, 2001.
- SEYİDOĞLU, Halil : Uluslararası İktisat, Güzem Yayınları, 14.Baskı, İstanbul, 2001.
- SEYİDOĞLU, Halil : Uluslararası Finans, Güzem Can Yayınları, No:19, 4.Baskı, İstanbul, Mart 2003.
- TOROSLU, M. Vefa : Çağdaş Finansal Teknikler, Beta Basım , İstanbul, Eylül 2000.
- TURGUT, Tuna : Vadeli İşlem(Futures) ve Opsiyon Piyasalarının Vergi Kanunları Karşısındaki Durumu, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 2002.
- TUNCER, Haydar Oğuz : Ticaret Borsaları ve Vadeli İşlem Piyasaları (Forward-Futures-Options) Tarımda Desteklemeye Alternatif Politika Önerisi, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Ankara, 1994.

- TÜSİAD : Türkiye Sermaye Piyasalarının Gelişimine Yönelik Öneriler, Türkiye Sanayicileri ve İş Adamları Derneği, Yayın No. Tüsiad-T/2005-02/391, Şubat 2005.
- UYANIK, Namık Kemal : Bir Bölüm Finansal İşlemler ve Vergilendirilmeleri, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No:226, İstanbul, 2001.
- UYANIK, Atilla : Finansal Ürünlerin Vergilendirme ve Yasal Düzenlemeler Açısından Değerlendirilmesi, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:79, Ankara, Temmuz 1997.
- UZUNOĞLU, Sadi : Yeni Finansman Teknikleri, Strata Yayınları, Geliştirilmiş 2. Baskı, İstanbul, 1998.
- UZUNOĞLU, Sadi : Para ve Döviz Piyasaları, Literatür Yayıncılık, Mart 2003.
- YILMAZ, Mustafa Kemal : Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Der Yayınları, Yayın No:339, İstanbul, 2002.
- YÜKÇÜ, Süleyman
- YÜCEL, Tülay : Bankacılıkta Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, Bugünkü Durum ve Yapılması Gerekenler, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No:191, İzmir 1995.
- YÜKÇÜ, Süleyman : Finansal Yönetim, Vizyon Yayınları, İzmir, 1999.

b. Makale ve Bildiriler

- AKGİRAY, Vedat : “The Impact of Financial Innovation and Risk Management on Economic Performance”, **The ISE Review**, Vol:2, No.:5, Ocak-Mart 1998, ss. 1-14.

- AKKUM, Tülin : “Döviz Opsiyonları ve Opsiyon Fiyatlama Modelleri”, **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi**, C:29, Sayı:1, Nisan 2000, ss.47-74.
- ALKIN, Emre : “Gelişmekte Olan Ülkelerde ve Şirketlerde Risk Yönetimi”, 2005, İstanbul, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/riskyonetimi.pdf>, (01.18.2006).
- ANGIN, Erdiñ : “Türev Piyasalar : Future, Forward, Swap ve Option İşlemleri”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı: 203, Temmuz 1998, ss.45-55
- ARIKAN, A. Naci : “Türev Ürünleri Menkul Kıymet midir?”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı 200, Nisan 1998, ss.94-107.
- _____ : “Vadeli İşlemlerin 4761 Sayılı Kanunla Getirilen Yeni Düzenlemelere Göre Damga Vergisi Açısından Değerlendirilmesi”, **Yaklaşım Dergisi**
www.yaklasim.com/mevzuat/dergi/makaleler/2002083208.htm-61536-bytes, (17.09.2005).
- _____ : “Döviz Dayalı Olarak Yapılan Forward İşlemlerinin İşleyişi ve Vergi Usul Kanun Açısından Değerlemesi”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı:259, Mart 2003, ss.55-65.
- AYDIN, Erkan : “Swap İşlemlerinden Sağlanan Kazançların Gelir Ve Vergisi Ve Kurumlar Vergisi Uygulamaları Açısından Niteliği”, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı:109, Ocak 2002, ss.217-223.
- AYDIN, Aydan : “Bilanço Dışı İşlemler”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:34, 2000, ss.65-81.

- AYRIÇAY, Yücel : “Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Piyasalara Olası Etkileri”,
Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi,
2003/1, ss.1-19.
- _____ : “Asya Krizinde Türev Ürünlerin Rolü”, **Finans-Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı:483, Yıl:41, Haziran 2004, ss.78-85.
- BAĞCI, Hamdi : “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, Risk Yönetimi İçin Önemli Bir Araç” **Arme Soruyor Dergisi**, Yayıncı: Alkım, Yayın No:112005, <http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLEid=3665>, (08.01.2006).
- _____ :” Gelecek Yönetimi”, Yatırım 2004 Fuarı, İstanbul, 2004
www.vob.org.tr, (08.01.2006).
- BAŞCI, E. Savaş : “Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swap’ın İşleyişi ve Finansal Piyasalardaki Kullanımları”, Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi, Y. 11, No:12, 2003, ss.18-33.
- BERKSOY, Hidayet : ” Opsiyon Sözleşmeleri (Option Contract) ve Vadeli İşlem Sözleşmelerini (Futures Contract) Özellikleri, İşleyişi ve Vergilendirilmesi-I”, **Vergi Sorunları Dergisi**, Sayı 143, Ağustos 2000, ss.114-130.
- CEYLAN, Ali : “Finans Bilimi Nereye Gidiyor?”, Finansal Yorum, Ocak 2004
<http://www.finansbilimplatformu.com/fyorum/fyorum1201.htm>, (23.11.2005).

ÇAGDAŞ, Berk

GÜRSOY, C. Tuncer : “Şirketlerde Finansal Risk Yönetimi Amaçlı Bir Modelin Geliştirilmesi Yöntem ve Aşamaları”, **İstanbul Teknik Üniversitesi Dergisi/D Mühendislik**, Cilt:2, Sayı:3, Haziran 2003, ss.55-64.

DAYANÇ, Murat : “Maliye Banklığınca Swap İşlemlerine İlişkin Olarak Verilen 14.1.1997 Tarih ve 1425 Numaralı Özelgenin Eleştirisi”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı:245, Ocak 2002, ss.122-127.

DELİKANLI, İhsan Uğur: “Forward-Döviz Swap İşlemleri Vasıtasıyla Mevduat Faiz Gelirlerinin Peçelenmesi.” , **Vergi Dünyası**, Sayı:200, Nisan 1998, ss.112-122.

DEMİR Şeref : “Finansal Türevler ve Vergisel Boyutu”, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı : 89, Mayıs 2000, ss.146-155.

_____ : “Vadeli İşlemler ve Opsiyon Sözleşmelerinin GVK’nın Geçici 67. Maddesine Göre Vergilendirilmesi”,**Vergi Sorunları Dergisi**, Sayı:208, Ocak 2006, ss:20-26.

DEMİR, Yusuf

DEMİRGİL, Hakan : “Forward Kurlar Spot Kurların Bir Belirleyicisi Olabilir Mi?”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, No:41, Yayıncı :Alkım Mart-Nisan 2005, <http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLEid=3644>, (18.07.2005).

DURSUN, Akbulut : “Risk Yönetimi ve Finansman Mühendisliği”, **Bankacılık Dergisi**, Sayı:15, 1995, ss.42-52.

EBİÇOĞLU, Fatih Kemal

KAHRAMAN, Abdülkadir : “Swap İşlemleri Vergiden Kaçınma Aracımıdır?”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı:210, Şubat 1999, ss.62-70.

- EKER, Fethi
EKİNCİ, Filiz : “ABD’de Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi Ve Türkiye Açısından Değerlendirme”, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı:138, Haziran 2004, ss.45-50.
- EKİCİ, M.Hadi : “Opsiyon Kontratlarının Mahiyeti ve Vergi Kanunları Açısından Değerlendirilmesi”, **Vergi Dünyası Dergisi** ,Sayı:225, Mayıs 2000.
- ERİŞTİ, Murat : “Döviz Piyasalarında Yapılan Swap,Options ve Futures İşlemlerinin Vergi Hukuku Açısından İrdelenmesi”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı:233, Ocak 2001, ss.92-96.
- FIKIRKOCA, Ekin : “İtalya Sermaye Piyasası”, **Sermaye Piyasasında Gündem**, Sayı 35, Temmuz 2005, ss.6-17.
- GÜNDOĞDU, Muhittin : “Forward İşlemlerinin Niteliği Forward İşlemlerine Bağlı Olarak Gelirin ve Kanunen Kabul Edilmeyen Giderlerin Peçelenmesi”, **Vergi Sorunları Dergisi**, Sayı:138, ss.64-67.
- HOŞYUMRUK, Şennur: “Future İşlemleri (Vadeli İşlem Sözleşmeleri) ve Vergisel Boyutu”, **E-Yaklaşım**, Sayı 12, Temmuz 2004,
http://yaklasim.com/mevzuat/dergi/rea_frame.asp?file_name=2004074669.htm. (17.09.2005).
- KAPLAN, Cafer : “Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri:Türkiye Örneği”, ODTÜ III. Uluslararası Ekonomi Kongresi’ne Sunulan Bildiri, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9910, Nisan 1999.

- KARACA, Yüksel : “Vadeli İşlemlerin (Forward,Futures ve Options) İşleyişi, Hukuki Altyapısı ve Vergisel Durumuna İlişkin Değerlendirmeler-III”, **Yaklaşım Dergisi**, Sayı:98, Şubat 2001, ss.68-75.
- KARACA, Yüksel : “Vadeli İşlemlerin İşleyişi, Hukuki Yapısı ve Vergisel Durumuna İlişkin Değerlendirmeler I”, **Yaklaşım Dergisi** . Sayı :96, Aralık-2000, http://www.yaklasim.com/mevzuat/dergi/read_frame.asp?file_name=2000122368.htm. (17.09.2005)
- KARAHAN, Abdülkadir: “Forward İşlemleri ve BSMV”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Yayıncı :Alkım, No:5, 2000, <http://www.makalem.com/search/articledetails.asp?narticleid=759>, (18.07.2005).
- KAYA, Uğur : “Opsiyon İşlemleri ve Muhasebeleştirilmesi”, **Vergi Sorunları Dergisi**, Sayı:116, Mayıs 1998, ss.72-100
- KAYACAN, Murad
GÜRBÜZ, A.Osman : “Finansal Pazarlarda ve Özellikle Türev Ürün Piyasalarında Risk Ve Krize Yeni Bir Yaklaşım: Sistemik Risk ve Sistemik Kriz”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Yayıncı :Alkım, No:16, Ocak-Şubat 2001, ss.1-12, <http://www.makalem.com/search/articledetails.asp?nARTICLEid=402>, (18.07.2005).
- KAYNAK, Harun : “Genel Olarak Faiz Swapları ve Vergilendirme Sorunları”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı:212, Nisan 1999, ss.50-57.
- KARANFİL, Neşe : “Stopajdan Kaçışı Önlemek İçin Hollanda'dan Bilgi İstenecek”, **Finansal Forum**, 22.05.2006, http://www.finansalforum.com.tr/haber.aspx?HBR_KOD=41927&ForArsiv=1, (11.06.2006).

- KOÇ, Selman : “Forward Sözleşmelerinin Hukuki Mahiyeti, Vergi Kanunları Karşısındaki Durumu ve Muhasebeleştirilmesi”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı:219, Kasım 1999, ss.69-90.
- KOÇAK, Bülent : “5281 Sayılı Yasa İle GV, KV, ve KDV Kanunlarında Yapılan Değişiklik”, **Yaklaşım Dergisi**,
www.yaklasim.com/mevzuat/dergi/makaleler/2005026219.htm-66746-bytes, (10.11.2005).
- MANDACI, Pınar Evrim: “Türk Bankacılık Sektörünün Taşıdığı Riskler ve Finansal Krizi Aşmada Kullanılan Risk Ölçüm Teknikleri”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:5, Sayı:1, 2003, ss.67-84.
- ÖĞÜT, Ahmet : “KDV’nin Konusuna Girmeyen İşlemler”, Gelirler Genel Müdürlüğü, Nisan 2005,
http://www.alomaliye.com/ahmet_ogut_kdv_konusu.htm,
(14.11.2005).
- ÖZDEMİRCİ, Fahrettin: “Türev İşlemlerin Damga Vergisi Karşısındaki Durumu”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı:221, Ocak-2000, ss.134-141.
- ÖZYURT, Gülsün : “Kredi Türevleri”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Yayıncı:Alkım, No: 31, Temmuz-Ağustos 2003, ss.1-12,
<http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLEid=2609>, (18.07.2005).
- PEÇEN, Ümit
- UĞUREL, Uğur : “Döviz Reposu Olarak Forward ve Swaplar”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Yayıncı :Alkım, Temmuz 1998, ss.57-59.

- SARAÇ, Osman : “Vadeli İşlemler Piyasaları I”, **Yaklaşım Dergisi**,
http://www.yaklasim.com/mevzuat/dergi/read_frame.asp?file_name=2001052640.htm, (23.08.2005).
- SÖYLER, Halil : “Swap İşlemlerinin Vergi Mevzuatı Karşısındaki Durumu”,
15.08.2003, ss.1-7,
http://www.alomaliye.com/halil_soyler_swap.htm, (17.09.2005).
- TÜNAL, S.Selman : “Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri Menkul Kıymet Niteliğine
Haiz midir?”, **Vergi Dünyası Dergisi**, Sayı:192, Ağustos, 1997,
ss.66-71.
- THURONYİ, Victor : “Taxation of New Financial Instruments”, Ad Hoc Group of
Experts on International Cooperation in Tax Matters Tent
Meeting, September 2001, ss. 1-23.
- ULAŞ, Özlem : “Forward İşlemleri Nedeniyle Elde Edilen Kazancın Niteliği ve
Vergilendirilmesi”, **Yaklaşım Dergisi**
http://www.yaklasim.com/mevzuat/dergi/read_frame.asp?file_name=200202, (26.10.2005).
- UYANIK, Namık Kemal: “Türev Araçlar Ve Forward ve Swap İşlemlerinin Vergi
Kanunları Karşısındaki Durumu”, **Yaklaşım Dergisi**,
Haziran1998, http://www.yaklasim.com/mevzuat/dergi/read_frame.asp?file_name=1998061369.htm (24.10.2005).
- UYSAL, Mehmet : “Londra Döviz Piyasası”, **Hazine Dergisi**, Sayı 9, Ocak 1998,
ss.1-20.
- VURAL, Mahmut : “Swap İşlemlerinin Mahiyeti ve Banka ve Sigorta
Muameleleri Vergisi Karşısındaki Durum”, **Vergi Dünyası
Dergisi**, Sayı: 202, Haziran 1998, ss.31-35.

YAYLA, Adnan Menderes

GAGO, Umurcan : “Futures ve Opsiyon Sözleşmelerinin Vergilendirilmeleri”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Alkım Yayıncılık, No:15, Ekim-Kasım 2000, ss.1-7,
<http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLEid=406>, (17.10.2005)

YENER, Elif Banu : “Yabancı Bankaların Ardından Türkler De Stopajdan Kaçıyor. **Finansal Forum**, 11.05.2006, http://www.finansalforum.com.tr/haber.aspx?HBR_KOD=41331&ForArsiv=1, (11.06.2006).

YILMAZ, Mustafa Kemal : “Vadeli Piyasa - Spot Piyasa Etkileşimi”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, No:16, Yayıncı :Alkım, Ocak-Şubat 2001
<http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLEid=1310>, (18.07.2005).

_____ : “Vadeli İşlemler Piyasası. Gerçeği ve Bir Kanun Taslağı Maddesinin Pragmatik Açısından Anatomisi”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, No.9, Yayıncı:Alkım, Ekim-Kasım 1999,
<http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLEid=327>, (18.07.2005).

_____ : “Hisse Senedi Opsiyon İşlemlerinin Türkiye Açısından Getireceği Potansiyel Ekonomik ve Finansal Etkiler”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, Yayıncı :Alkım, No:1, Haziran-Temmuz 1998, ss.1-7,
<http://www.makalem.com/search/ArticleDetails.asp?nARTICLEid=207>, (25.02.2006).

c. İnternet Kaynakları

- http://bsy.marmara.edu.tr/TR/sempozyum_bildirileri/HAKAN%20KAHYAOGLU_284-294_.pdf, (12.11.2005).
- http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma11.doc#_Toc69314778, (25.11.2005).
- <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma12.doc>, (25.11.2005).
- <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazpazartesi12.doc>, (25.11.2005).
- http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0512d.pdf. (14.03.2006).
- http://www.bis.org/publ/otc_hy0511.pdf. (14.03.2006).
- http://www.bis.org/publ/r_qt0006d.pdf. (14.03.2006)
- <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/ocak%202004/turk.htm>, (23.04.2005).
- http://www.economiamc.org/repo/fac_materiali/2005.10.12-Penney.pdf, (12.11.2005).
- <http://www.elon.edu/ipe/polito.pdf>, (17.02.2006).
- <http://www.focusdergisi.com.tr/kultur/00364/>, (24.12.2005).
- <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/ozelsayiekim/onursal.htm>, (12.03.2006).
- http://www.hazine.gov.tr/arastirma/mali_sistem.pdf, (20.05.2005)
- <http://www.isda.org/>
- <http://www.isbank.com.tr/kurumsal/k-risk.html>, (29.10.2005).
- <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2005/01/pdf/statappx.pdf>, (07.12.2005).
- <http://www.makalem.com/search/ArticleDetails.asp?nARTICLEid=2632>, (21.10.2005)
- <http://www.makalem.com/search/ArticleDetails.asp?nARTICLEid=2711>, (25.02.2006).
- <http://www.milliyet.com.tr/2001/07/20/yazar/index.html>, (10.01.2006)
- <http://www.riskyonetimi.com/krediriski.asp>, (07.02.2005)
- <http://www.riskactive.com>, (27.07.2005)
- http://www.systems.org/risk_yonetimi.htm, (13.07.2005)
- http://www.tarismenkul.com.tr/egitim_01.asp, (16.08.2005).
- http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/finansal-yonetim_ileri.pdf, (16.06.2005)
- http://www.tspakb.org.tr/docs/egitimnotlari/vadeli_islemler_turev.pdf, (20.09.2005).
- <http://www.univ-cefi.fr/IMG/pdf/0107.pdf>, (08.01.2006).
- <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/HakanYamacoguz.pdf>, (31.03.2005)
- <http://www.vob.org.tr>, (03.03.2006)
- <http://www.yaklasim.com/mevzuat/dergi/makaleler/2006027788.htm-6517-bytes>, (02.04.2006).

http://www.yaklasim.com/mevzuat/dergir/read_frame.asp?file_name=2002012910.htm,
(09.10.2005).

http://www.yaklasim.com/mevzuat/dergi/read_frame.asp?file_name=2001092754.htm,
(08.02.2005).

http://www.maliye.gov.tr/basin_aciklama/SN.%20BAKAN%2022%20HAZİRAN.doc,
(22.06.2006).

ÖZGEÇMİŞ

Barış Yıldız, 20.05.1976 yılında Ankara'da doğdu. İlk, orta ve lise eğitimini Ankara'da tamamladı. 1994 yılında Hacettepe Üniversitesi Sağlık Hizmetleri Meslek Yüksek Okulu Dış Protez Teknikerliği Bölümü kazanı aynı bölümü 1997 yılında bitirdi. 1998'de Karadeniz Teknik Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Maliye Bölümünü kazanıp 2002 yılında mezun oldu. Aynı yıl Karadeniz Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Maliye Ana Bilim Dalında yüksek lisans eğitimine başladı.

Yıldız bekar olup, İngilizce bilmektedir.