

**İSLAMİ FİNANSAL ARAÇLARIN VE GELENEKSEL FİNANSAL  
ARAÇLARIN RİSKTEN KORUNMA AÇISINDAN  
KARŞILAŞTIRILMASI**

**Pamukkale Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
Yüksek Lisans Tezi  
İşletme Anabilim Dalı  
Muhasebe ve Finansman Programı**

**Gamze KOJUK**

**Danışman: Prof. Dr. İlhan KÜÇÜKKAPLAN**

**ARALIK 2019  
DENİZLİ**

## YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAY FORMU

İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı öğrencisi Gamze KOJUK tarafından Prof. Dr. İlhan KÜÇÜKKAPLAN yönetiminde hazırlanan “İSLAMİ FİNANSAL ARAÇLARIN VE GELENEKSEL FİNANSAL ARAÇLARIN RİSKTEN KORUNMA AÇISINDAN KARŞILAŞTIRILMASI” başlıklı tez aşağıdaki jüri üyeleri tarafından 02.12.2019 tarihinde yapılan tez savunma sınavında başarılı bulunmuş ve Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.



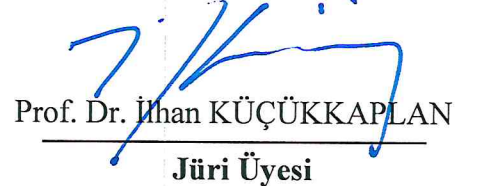
Prof. Dr. Yusuf KADERLİ

**Jüri Başkanı**



Prof. Dr. Hafize MEDER ÇAKIR

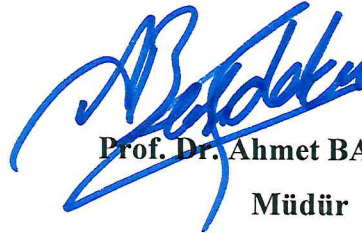
**Jüri Üyesi**



Prof. Dr. İlhan KÜÇÜKKAPLAN

**Jüri Üyesi**

Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun 08/01./2020 tarih ve 01./01... sayılı kararıyla onaylanmıştır.



Prof. Dr. Ahmet BARDAKCI

**Müdür**

Bu tezin tasarımı, hazırlanması, yürütülmesi, araştırmalarının yapılması ve bulgularının analizlerinde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini; bu çalışmanın doğrudan birincil ürünü olmayan bulguların, verilerin ve materyallerin bilimsel etiğe uygun olarak kaynak gösterildiğini ve alıntı yapılan çalışmalara atıfta bulunulduğunu beyan ederim.

  
İmza  
Gamze KOJUK

## ÖNSÖZ

Bu çalışmanın hazırlanmasında bana gösterdiği sabır ve desteklerinden dolayı değerli hocam ve tez danışmanım Sayın Prof. Dr. İlhan KÜÇÜKKAPLAN'a teşekkürlerimi sunarım.

Eğitim hayatım boyunca ellerini hep üzerimde hissettiğim, maddi ya da manevi desteklerini benden hiçbir zaman esirgemeyen ablam, annem ve babama sevgilerimi sunarım.

Tez dönemim boyunca bana moral ve motivasyon kaynağı olan iş arkadaşlarıma minnettarım.

**ÖZET**  
**İSLAMİ FİNANSAL ARAÇLARIN VE GELENEKSEL FİNANSAL**  
**ARAÇLARIN RİSKTEN KORUNMA AÇISINDAN KARŞILAŞTIRILMASI**

KOJUK, Gamze  
 Yüksek Lisans Tezi  
 İŞLETME ABD  
 Muhasebe Finansman Programı  
 Tez Yöneticisi: Profesör, İlhan KÜÇÜKKAPLAN

Aralık 2019, X+95 sayfa

Geçmiş milattan önceki yıllara dayanan türev araçlar ilk başta riskten korunma amacıyla ortaya çıkmıştır. Malların arz ve talebinin fiyatlardaki dalgalanmayı tetiklemesinde bir önlem olarak düşünülmüştür. Fakat gerçekleştirilen işlemlerin spekülasyon ve manipülasyona açık olması, bir taraf kazanırken bir tarafın kaybetmesi ve kaldıraç etkisinden dolayı bu miktarların büyüklüğü, Amerika’da yaşanan mortgage balonu üzerindeki etkisi de düşünüldüğünde riskten ne kadar koruduğu şaibeli hale gelmiştir.

Müslüman kesimin fonlarını geleneksel riskten korunma araçlarının çekememesi, türev araçların İslam hukuku kurallarının temel yasakları olan garar, faiz ve kumar ilkelerini çiğnemesi, geleneksel riskten korunma araçlarının bu ilkelerle kesinlikle bağdaşmaması İslami Finansın oluşumunda etkili olmuştur. İslami finansal sözleşmelerin şartlarının net ve açık olması ve bu finansman biçiminin ticaret odaklı çalışması kriz dönemlerinde gayrimüslim yatırımcılarında dikkatini çekmiştir. Bu amaçla en bilinen borsalarda İslami endeksler oluşturulmuştur. Bu gelişmeler sonucunda bu sözleşmelerinde riskten korunma amacıyla kullanılıp kullanılmayacağı, İslami finansal araçların türev araçlardan riskten koruma da daha etkili olup olmadığı ya da İslami finansın bu amaçla ürün gelişiminin incelenmesi sorunsalını ortaya çıkarmıştır.

Bu çalışmada geleneksel finans sistemine ait olan türev araçların temel kavramları açıklanarak, işleyişleri ve birbirleriyle olan farkları, İslami finansal araçların temel ilkeleri, sözleşme türleri açıklanmaya çalışılmıştır. Son bölümde ise bu iki birbirinin alternatifi olan finansal sistemin benzer ve farklı yönleri, riskten koruma şekilleri ve riskleri anlatılmaya çalışılmıştır. Bu tezin temel sorunsalı olan riskten koruma yöntemi olarak türev araçların mı yoksa İslami sözleşmelerin mi daha etkili olduğu konusu literatür taramasıyla araştırılacaktır.

**Anahtar Kelimeler:** Türev araçlar, Riskten korunma, İslami finans, İslami finansta riskten korunma, Tekafül, İslami sigorta sistemi.

**ABSTRACT****COMPARISON OF IN TERMS OF HEDGING IN ISLAMIC FINANCIAL INSTRUMENTS AND TRADITIONAL FINANCIAL INSTRUMENTS**

KOJUK, Gamze  
Master Thesis  
Business Administration Department  
Accounting and Finance Programme  
Adviser of Thesis: Professor, İlhan KÜÇÜKKAPLAN

December 2019, X+95 Pages

Derivative instruments, which date back to the years before Christ, first appeared for hedging purposes. It is considered to be a measure for the supply and demand of goods to trigger volatility in prices. However, due to the fact that the transactions performed are open to speculation and manipulation, one side wins and one side loses, and the leverage effect of these amounts, it is questionable how much it protects from the risk when considering the impact on the mortgage bubble in America.

The failure of the Muslim sector to withdraw funds from traditional hedging instruments, the violation of the basic prohibitions of the Islamic law rules of *garar*, interest and gambling, and the fact that traditional hedging instruments do not fully comply with these principles were effective in the formation of Islamic Finance. The fact that the terms of the Islamic financial contracts are clear and clear and that this form of financing is trade-oriented has attracted the attention of non-Muslim investors during the crisis periods. For this purpose, Islamic indices have been established in the most known stock exchanges. As a result of these developments, whether these contracts can be used for hedging purposes, whether Islamic financial instruments are more effective than hedging derivative instruments or examining the product development of Islamic finance for this purpose has emerged.

In this study, the basic concepts of the derivative instruments belonging to the traditional financial system are explained, their operation and differences with each other, the basic principles of Islamic financial instruments, the types of contracts are tried to be explained. In the last section, the similar and different aspects of these two alternatives, financial hedging methods and risks are tried to be explained. The main problematic of this thesis is whether derivative instruments or Islamic conventions are more effective as risk protection method will be investigated by literature review.

**Keywords:** Financial Derivatives, Hedging, Islamic Finance, Hedging in Islamic Finance, Takaful, Islamic insurance system.

## İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
ÖZET.....	ii
ABSTRACT .....	iii
İÇİNDEKİLER.....	iv
ŞEKİLLER DİZİNİ .....	viii
TABLolar DİZİNİ .....	ix
SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ.....	x
GİRİŞ.....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### TÜREV ARAÇLAR

1.1. Türev Araçlar ve İlişkili Kavramlar .....	4
1.2. Türev Piyasaların ve Türev Araçların Tarihsel Gelişimi .....	8
1.2.1. Dünyada Türev Piyasa ve Türev Araçların Tarihsel Gelişimi.....	8
1.2.2. Dünyadaki Türev Borsalar .....	11
1.2.3. Türkiye'de Türev Piyasa ve Türev Araçların Gelişimi .....	12
1.3. Türev Araçların Avantajları Ve Dezavantajları .....	13
1.3.1. Türev Ürünlerin Avantajları .....	14
1.3.2. Türev Araçların Dezavantajları.....	14
1.4. Türev Araçların Kullanım Amaçları .....	15
1.4.1. Riskten Korunma (Hedge) .....	15
1.4.2. Spekülasyon .....	16
1.4.3. Arbitraj.....	16
1.5. Türev Araçların Çeşitlendirilmesi .....	16
1.5.1. Options (Opsiyon) Sözleşmeleri .....	17
1.5.1.1. Opsiyon Sözleşmelerinin Yararları .....	19
1.5.1.2. Opsiyon Türleri .....	19
1.5.1.3. Tezgahüstü Opsiyonlar .....	25
1.5.1.4. Opsiyonların Fiyatlandırılması.....	25
1.5.1.4.1. Black & Scholes Modeli .....	26
1.5.1.4.2. Binom Modeli .....	28
1.5.1.5. Opsiyon Stratejileri.....	30
1.5.1.6. Opsiyon Fiyatlarının Duyarlılığı (Hedging Parametreleri) .....	34
1.5.2. Swap (Takas) Sözleşmeleri.....	35
1.5.2.1. Swapların temel özellikleri.....	35
1.5.2.2. Swap işleminin yararları.....	36

1.5.2.3. Swap Türleri .....	36
1.5.2.4. Swap İşlem Çeşitleri.....	38
1.5.3. Forward (Alivre) Sözleşmeleri; .....	39
1.5.3.1. Forward Çeşitleri .....	39
1.5.3.2. Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Fiyatlandırılması .....	40
1.5.4. Futures (Vadeli Gelecek) Sözleşmeler.....	41
1.5.4.1. Takas Odası .....	43
1.5.4.2. Futures Sözleşmelerinde Teminatlandırma .....	44
1.5.4.3. Futures Sözleşme Türleri.....	44
1.5.4.3.1. Borsa Endeksi Futures Sözleşmeleri.....	44
1.5.4.3.2. Döviz Futures Sözleşmeleri .....	44
1.5.4.3.3. Faiz Futures Sözleşmeleri .....	45
1.5.4.3.4. Hisse Senedi, Petrol ve Mal Futures Sözleşmeleri .....	45
1.5.4.4. Futures Sözleşmelerinde Emir Türleri.....	45
1.5.4.5. Futures Sözleşmelerinin Avantaj Ve Dezavantajları.....	46
1.5.5. Risk Sermayesi (Venture Capital) .....	46
1.5.5.1. Risk Sermayesinin Ortaya Çıkışı.....	47
1.5.5.2. Risk Sermayesinin Özellikleri .....	48
1.5.5.3. Risk Sermayesinin Finanslama Aşamaları .....	49
1.5.5.3.1. Çekirdek Sermayesi Ya Da Proje Aşaması Finansmanı (Seed Capital) .....	49
1.5.5.3.2. Başlangıç Sermayesi (Start-Up Capital) .....	49
1.5.5.3.3. Erken Aşama Finansmanı (Early Stage Finance) ve Geçit Finansmanı (Gate Finance) .....	50
1.5.5.3.4. Gelişme Büyüme Sermayesi (Expansion/Development Capital) .....	50
1.5.5.3.5. Geç Aşama Finansmanı (Later Stage) .....	50
1.5.5.3.6. Yatırımdan Çıkış .....	51
1.5.5.4. Risk Sermayesinin İşleyişi .....	51
1.5.6. Varant.....	52
1.5.6.1. Varantın Özellikleri .....	54
1.5.6.2. Varantın Ortaya Çıkışı.....	55
1.5.6.3. Varant Türleri .....	56
1.5.6.3.1. İhraççıları Açısından Varantlar .....	56
1.5.6.3.2. İşlem Amaçları Açısından Varantlar.....	56
1.5.6.3.3. Yatırım Amaçları Açısından Varantlar .....	57
1.5.6.3.4. Taksitli Varantlar .....	58



1.5.6.4. Varantların Avantajları Ve Dezavantajları.....	58
1.5.7. Türev Araçlar Arasındaki Farklar.....	60

## İKİNCİ BÖLÜM

### İSLAMİ FİNANSAL ARAÇLAR

2.1. İslami Yatırım Araçlarının Ortaya Çıkışı.....	61
2.2. Katılım Bankacılığı.....	61
2.3. İslami Finans Ve İslami Finansal Araç Kavramı.....	62
2.4. İslam Hukuku.....	63
2.4.1. Faiz.....	64
2.4.2. Riba.....	64
2.4.3. Gharar.....	67
2.4.4. Meysir.....	67
2.4.5. Şer'i Kurullar.....	68
2.4.6. Zekat.....	68
2.4.7. Safılaştırma İşlemi.....	69
2.5. İslami Finansın Özellikleri, Avantajları ve Dezavantajları.....	69
2.6. İslami Yatırım Araçlarının Çeşitleri.....	70
2.6.1. Mudaraba.....	70
2.6.2. Muşaraka.....	71
2.6.3. Murabaha.....	72
2.6.4. İcare.....	73
2.6.5. Selem.....	73
2.6.6. İstisna.....	73
2.6.7. Karz-ı Hasen.....	73
2.6.8. İyne Satışı (Bai İnah).....	73
2.6.9. Bey' Bitamam Acil (Bai Bithaman Ajil).....	74
2.6.10. Teverruk (Ters Murabaha).....	74
2.7. İslami Sigorta: Tekafül.....	74
2.8. İslami Sermaye Piyasası.....	76
2.8.1. İslami Hisse Senedi Piyasası.....	76
2.8.2. İslami Yatırım Fonları.....	76
2.8.3. Sukuk.....	77
2.9. İslami Uluslararası Kuruluşlar.....	77

**ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**  
**TÜREV ARAÇLAR VE İSLAMİ FİNANSAL ARAÇLARIN**  
**RİSKTEN KORUNMA (HEDGİNG) AÇISINDAN**  
**KARŞILAŞTIRILMASI**

3.1. Risk kavramı ve risk çeşitleri .....	81
3.1.1. Baz Riski .....	81
3.1.2. Kredi Riski .....	82
3.1.3. Piyasa Riski .....	82
3.1.4. Döviz (Kur) Riski .....	82
3.1.5. Faiz Oranı Riski .....	83
3.1.6. Likidite Riski .....	83
3.2. Hedging kavramı .....	83
3.2.1. Türev Yatırım Araçlarında Hedging .....	84
3.2.2. İslami Yatırım Araçlarında Hedging .....	84
3.3. Türev Araçların ve İslami Yatırım araçlarının İçerdiği Riskler .....	85
3.4. Türev Araçlar Ve İslami Finansal Araçların Riskten Korunma (Hedging) Açısından Karşılaştırılması .....	88
<b>SONUÇ .....</b>	<b>89</b>
<b>KAYNAKLAR.....</b>	<b>91</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>95</b>

**ŞEKİLLER DİZİNİ**

Şekil 1: Call Opsiyonunda Uzun Pozisyon Kar / Zararı .....	20
Şekil 2: Call Opsiyonunda Kısa Pozisyon Kar / Zararı.....	21
Şekil 3: Put Opsiyonunda Uzun Pozisyon Kar / Zararı.....	22
Şekil 4: Put Opsiyonunda Kısa Pozisyon Kar / Zararı .....	22
Şekil 5: Call ve Put Opsiyon kullanılarak yapılan boğa spread .....	31
Şekil 6: Call ve Put Opsiyon kullanılarak yapılan ayı spread .....	32
Şekil 7: Call veya put opsiyonu kullanılarak yapılan kelebek spread .....	32
Şekil 8: Straddle .....	33
Şekil 9: Strangle .....	34
Şekil 10: Para Swapı .....	37
Şekil 11: Faiz Swap İşlemi.....	38
Şekil 12: Risk Sermayesinin İşleyişi .....	51
Şekil 13: Mudaraba .....	71
Şekil 14: Muşaraka.....	71
Şekil 15: Murabaha .....	72
Şekil 16: Contango ve Backwardation .....	82

**TABLolar DİZİNİ**

Tablo 1: Call ve Put Opsiyonun Kar ve Zarar Durumu .....	23
Tablo 2: Türev Araçlar Arasındaki Farklar .....	60
Tablo 3: Türev Araçlar, İslami Yatırım Araçları ve Tekafülün Farkları.....	88

## SİMGE VE KISALTMALAR DİZİNİ

AAOIFI	İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Organizasyonu
BIS	Uluslararası Ödemeler Bankası
BIST	Borsa İstanbul
CBOE	Chicago Opsiyon Borsası Kurulu
CBOT	Chicago Ticaret Kurulu
CFTC	Emtia Futures İşlem Komisyonu
CIBAFI	İslami Bankalar Ve Finansal Kurumlar Genel Konseyi
CME	Chicago Ticaret Borsası
EIIB	Avrupa İslami Yatırım Bankası
EMEA	Avrupa, Ortadoğu ve Afrika Bölgesi
IDB	İslami Kalkınma Bankası Grubu
IFSB	İslami Finansal Hizmetler Kurulu
IIFM	Uluslararası İslami Finans Piyasası
IIRA	Uluslararası İslami Derecelendirme Ajansı
IOMA	Uluslararası Opsiyon Piyasası Birliği
ISDA	Uluslararası Swap ve Türev Ürünler Birliği
ISRA	Uluslararası İslami Finans Şeriat Araştırma Akademisi
KHK	Kanun Hükmünde Kararname
LIBOR	Bankalararası Borç Verme Faiz Oranı
MASB	Malezya Muhasebe Standartları Kurulu
OIC	İslam İşbirliği Teşkilatı
OTC	Tezgahüstü Piyasalar
SPK	Sermaye Piyasası Kanunu
SPV	Özel Amaçlı Şirket
VOB	Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş.
VOBAŞ	Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası
VIOP	Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası
WFE	Dünya Borsalar Federasyonu

## GİRİŞ

İnsanlığın varoluşundan beri insani ihtiyaçları karşılamak için ticaret ve insanlar arasındaki alışveriş her zaman varolmuştur. İnsanlığın temel ihtiyaçlarından birini oluşturan beslenme ihtiyacını karşılamak için tarih boyunca tarım üretime önem verilmiştir. Fakat üretimin arz ve talep düzeyi üreticiler için risk oluşturmaya başlamıştır. Bu riskin bertaraf edilebilmesi için gerçekleştirilen işlemler türev araçların ve türev piyasaların temelini atmıştır.

2. Dünya Savaşı'ndan sonra Bretton Woods para sistemine geçilmiş, bu sisteme göre bütün para birimleri dolara, dolarda altına endeksli bir sistem olarak çalışmıştır. 1970 yılında Bretton Woods sisteminin çökmesi ile piyasa dengeleri alt üst olmuş, mal ve hizmet piyasalarında, faiz kurlarında ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar sonucunda fiyat, faiz ve kur riski ortaya çıkmıştır. Türev ürünler bu riskleri karşılamak için başka bir riski üstlenen yani riski hedge eden, riski transfer eden ürünlerdir.

Türev araçlar, her ne kadar piyasalardaki dalgalanmalardan korunmak (hedge) için ortaya çıksa da, daha sonra bu araçların spekülasyon ve manipülasyon amacıyla kullanılarak kar elde edilmesi bu araçları riskli hale getirmiştir. Bu araçların farklı bir finansal araca dayalı olması ve ileriki bir tarihteki tesliminin yapılıp yapılamayacağı belirsizliği ya da elde henüz var olmayan ürünün satılması yatırımcılar için düşündürücüdür.

Türev piyasaların günümüzdeki durumu ise şöyledir; Dünyada 75 borsada futures ve opsiyon sözleşmelerinin işlem gördüğü belirtilmiştir. 2013, 2014 ve 2015 yılları baz alınarak organize borsalarda işlem gören opsiyon sözleşmelerinin future sözleşmelerinden daha fazla yapıldığı, bölgesel bazda Asya-Pasifik bölgesinde büyümenin daha fazla olduğu, sözleşmelere dayanak oluşturan varlıklara bakıldığında hisse senedi endekslerinin en çok kıymetli madenlerin ise en az baz alındığı görülmüştür (Ural, 2016: 21-22). Dünya Borsalar Federasyonu (World Federation of Exchanges-WFE) ve Uluslararası Opsiyon Piyasası Birliği (International Options Market Association- IOMA) tarafından 2019 yılında yapılan ankete 48 borsa katılım göstermiş ve bu anket sonuçlarından bir rapor hazırlanmıştır. Bu rapora göre 2016 yılında organize borsalarda işlem gören türev ürünler 2015 yılına göre %2,2 lik bir artış kaydederek 24,9 milyara ulaşmıştır. 2016 yılında en çok büyüme %27,5 artış ve 6,8 milyar ile emtia türevlerinde gerçekleşmiştir. Bu yılda Amerika, Avrupa, Ortadoğu ve Afrika bölgesinde işlem hacmi artarken, Asya- Pasifik bölgesinde düşüş gözlenmiştir. 2017 yılında türev

araçların işlem hacminde % 20,9'luk bir artış görülmüştür. 2018 yılında ise bu sözleşmelerin işlem hacmi 30,1 milyara ulaşarak rekor kırmıştır. Amerika bölgesinde % 23,8, Asya- Pasifik bölgesinde %27,1, Avrupa, Ortadoğu ve Afrika ülkelerinin oluşturduğu bölgede toplam %5,5 oranında işlem hacminde artış gözlenmiştir. 2017 yılında türev kontrat miktarı %0.2 oranında düşüş yaşamıştır. Türev araçların işlem hacmi 25.03 milyar olarak gerçekleşmiştir. Bu işlem hacmi Amerika kıtasında %5.8 artarken Asya-Pasifik ve EMEA bölgesinde sırayla %3.5 ve %5.3 oranında düşüş göstermiştir. Faize dayalı türev araç kontratları 3.9 milyarın üzerine çıkarak rekor kırmıştır.

Uluslararası Ödemeler Bankası'nın (Bank for International Settlements- BIS) raporuna göre ise tezgahüstü piyasalar da Haziran 2017 yılında 542 trilyon dolar tutarında sözleşme gerçekleştirilmiştir. Bu tutar 2018 yılında 595 trilyon dolara yükselmiştir. 2017 yılında tezgahüstü piyasa işlemlerinin büyük kısmını 416 trilyon dolar tutarla faiz oranı üzerine gerçekleştirilen türev işlemler oluşturmuştur.2018 yılında ise tezgahüstü işlemlerin önemli bir kısmını 193 trilyon dolar ile kısa vadeli faiz oranı türev işlemleri oluşturmuştur.

2017 yılında Borsa İstanbul'un işlem hacmi 6967 milyar TL idi. Bu tutarın %12 sini Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası oluşturmuştur. VİOP 2016 yılından 2017 yılına kadar %43 artış yaşamıştır (Borsa İstanbul, 2017: 11).

2018 yılında Borsa İstanbul'un işlem hacmi 7781 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. VİOP'un işlem hacmi 1287 milyar TL ile toplam işlem hacminin %16 sını oluşturmuştur. VİOP'un işlem hacmindeki payı 2017 den 2018 yılına kadar %48 artmıştır (Borsa İstanbul, 2018: 19).

İslami finans ise manevi inanışları bakımından geleneksel finans enstrümanlarını kullanmayan fon sağlayanların atıl fonlarını piyasa akışına kazandırabilmektedir. Ve bu finans sisteminin enstrümanları emek, ticari mallar gibi somut ve az riskli şeyler üzerine endekslenmiştir. İslami finansın temelleri ticaret üzerine atılmıştır. Kriz dönemindeki dalgalanmalardan riskten korunma amaçlı geleneksel finansal araçlardan daha az etkilendiği iddia edilmektedir. Bu yönleriyle ülkemizde dahil dünyanın dikkatini çekmiştir. Hatta gayrimüslim kesim tarafından da kullanılmaya başlanmıştır. Dünyaca ünlü borsalarda İslami endeksler oluşturulmuştur.

Bu çalışmanın birinci bölümünde türev araç tanımı ve bu araçlarla ilgili kavramlar açıklanmaya çalışılmıştır. Bu araçların riskten korunma amaçları anlatılmış, türev araç çeşitlerinden bahsedilmiş ve işleyişleri açıklanmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümünde İslami finansal araç kavramı anlatılmıştır. İslami finansal araç türleri ve işleyişleri açıklanmaya çalışılmıştır. Bu türlerin kullanıldığı ve yeni finansal ürünlerin gelişimine katkı sağlayan katılım bankacılığında kısaca bahsedilmiştir. İslami finansal araçları türev araçlardan ayıran en önemli konu olan İslam hukuku ilkeleri üzerinde durulmuştur. İslami finansın riskten koruma aracı özelliğini taşıyan Tekafül (katılım sigortacılığı)'ün modellerinden bahsedilmiştir.

Üçüncü bölümde ise her iki finansal araç türünün taşıdığı risklerden bahsedilmiştir. İslami finansal araçların risklerini nasıl hedge ettikleri ve bu hedging yöntemlerinin riskten korunma amaçlı geleneksel finansal araçlara benzer ve farklı yönlerinin varolup olmadığı, riskten korunma amaçlı İslami finansal araçları kullanmanın mı daha avantajlı yoksa geleneksel finansal araçları kullanmanın mı daha avantajlı olduğu gibi sorunlara açıklık getirmek amacıyla literatür araştırması yapılmıştır.



## BİRİNCİ BÖLÜM

### TÜREV ARAÇLAR

#### 1.1. Türev Araçlar ve İlişkili Kavramlar

Uluslararası ödeme sisteminin değişmesiyle beraber, fiyat dalgalanmaları artmış bunun sonucu olarak da risk yükselmiştir. Bu risklerden korunmak için türev araç kavramı ortaya atılmıştır (Ural, 2016: 1). Türev araçlar, finansal riskleri ortaya çıkarmak, ölçmek ve yönetmek, fiyat keşfi amacıyla ortaya çıkmıştır (Apak ve Uyar, 2011: 8). Belirli bir vadesi olan ve standart bir büyüklüğü olan, bir şeyin teslimini içeren vadeli işlem sözleşmelerine türev araçlar denmektedir (Sayılğan, 2017: 510).

**Türev finansal araçlar**; bir varlığın ya da malın değerine dayanan ürünlerden meydana gelmektedir. Değeri dayandığı varlığın fiyatındaki dalgalanmalardan oluşmaktadır. Dayanak varlık el değiştirmeden bu varlıktan doğan hak ve yükümlülükler devredilmektedir (Yaslıdağ, 2016: 21).

Türev sözleşmelerine konu olan herhangi bir dayanak varlığın fiyatı sözleşmenin fiyatını belirlemektedir. Türev teriminin dayanak varlığın sürekli değişmesinden dolayı ortaya çıktığı iddia edilmiştir (Sayılğan, 2017: 37-509).

Dayanak değişken ya da referans varlık olarak da adlandırılan **dayanak varlık terimi**; sözleşmeye konu varlıkların tümü olarak ifade edilmektedir. Spot piyasada alınıp satılabilen, döviz, para, hisse senetleri ve emtialar vb. genelde sözleşmelerde dayanak varlık olarak kullanılırlar (Ural, 2016: 11).

Dayanak değişkenin türev araçlara dayanak oluşturup piyasalarda işlem görebilmesi için fiyatlarının arz ve talebe göre belirlenebilmesi, dayanıklı olması, taşıma maliyetinin az olması, spot piyasada devir hızının yüksek olması ve fiyat volatilitésinin yüksek olması gerekmektedir (Sağlam, 2017: 21).

Dayanak varlık olarak kullanılan emtia türevlerine enerji, kıymetli metal, maden, tarımsal ürünler ve bu ürünlerin fiyatlarına bağlı endeksler, hava koşulları (kasırga, sıcaklık, kar yağışı, yağmur gibi) örnek verilebilir. Bu emtialar; altın, bakır, çinko, buğday, mısır, patates, pamuk, konsantre elma suyu, süt, kahve gibi çeşitlendirilmektedir (Koy, 2018: 22-23).

Türev ürünlerin en belirgin özelliği; ileride ödemenin ve teslimatın yapılması fakat alım satımın önceden yapılmasıdır (Karatepe, 2000: 3, Sayılğan, 2017: 509). İleriki bir tarihte teslimatı gerçekleştiği için vadeli işlem hem de dayanak varlık olarak çeşitlilik arz ettiği için türev ürün olarak anılmaktadır.

Türev araçlar; derivative instruments, derivatives, vadeli işlemler, türev enstrümanlar ya da türev ürünler olarak adlandırılmaktadır (Karatepe, 2000: 3).

Türev ürünler, ne borç ne de özkaynak olan, değerini başka bir dayanak varlıktan alan, kısaca türevler olarak adlandırılan menkul kıymetlerdir. Türev ürünler firma riskini yönetmede etkili bir araçtır. Türev ürünlerin amacı fon toplamak değildir, firma riskinin yönetilmesinde faydalı bir araç olarak hizmet vermektir (Gitman ve Zutter, 2012: 678). Türev ürünler, yatırımcıyı spot piyasadaki ileriki bir zamanda oluşabilecek olan fiyat dalgalanmalarına karşı korur. Türev ürünler ilerleyen bölümlerde de bahsi geçtiği gibi riskten korunma dışında yatırım, spekülasyon ve arbitraj amacıyla da kullanılmaktadır (Ural, 2016: 1-7).

Türev araçlar aynı zamanda kaldıraç avantajı da sağlamaktadırlar (Yaslıdağ, 2016: 21). İki yönlü kaldıraç etkisine sahiptirler. Sözleşmelerde bir taraf kar elde ederek kazanırken diğer taraf zarar ederek kaybeder (Ural, 2016: 7). Türev ürünlerde katlanılan maliyet daha azdır. Yatırımcılar küçük miktarlarla büyük pozisyonlar alarak, az maliyetle yüksek getiri elde ederek, vadeli piyasaların kaldıraç etkisinden yararlanmış olurlar (Apak ve Uyar, 2011: 6, Sağlam, 2017: 3).

Kaldıraç oranı pozisyon değeri ile teminat tutarının oranından oluşmaktadır (Sağlam, 2017: 26).

Türev araçlar; teslim tarihi açısından ve örgütlenme, mekan ve sözleşme düzenlemeleri açısından spot (nakit) piyasa, vadeli piyasa, tezgahüstü (over-the-counter) ve organize olmuş piyasalar olarak gruplandırılmaktadır (Karatepe, 2000: 3, Sayılın, 2017: 36-511).

**Spot piyasalar;** ödemenin ve teslimin aynı anda yapıldığı, nakit ya da çek, bono veya poliçe gibi ödeme araçlarının kullanıldığı, paranın el değiştirdiği piyasalardır (Sayılın, 2017: 36).

Spot piyasalarda, mal ya da hizmet teslimi aynı anda ya da yakın bir zamanda gerçekleşmektedir. BİST, Londra Borsası, Borsa İstanbul Pay Piyasası, borçlanma araçları piyasası, interbank piyasası, bankalararası döviz piyasası spot piyasaya örnek verilebilir (Ural, 2016: 2- 7).

**Vadeli işlem piyasaları ya da türev piyasalar ise,** belli bir büyüklükte, belli bir vadede ve belli bir sözleşmeye bağlı varlığın teslim edildiği vadeli işlem sözleşmeleri olarak adlandırılan türev ürünlerden oluşmaktadır (Karatepe, 2000: 3).

Vadeli (türev) piyasalar da; anlaşmaya konu varlık, belirli ve ileri bir tarihte ya da zaman aralığında teslim edilir. Bu alım ya da satım sözleşmelerine ticari mal, finansal gösterge, sermaye piyasası aracı ya da döviz işlemleri konu olabilir. Alınıp satılan varlıkları teslim eden sözleşmedir. Sözleşme fiyatlarının türetilmesi, türev piyasa tanımını oluşturmuştur (Sayılğan, 2017: 36-37-509).

Vadeli piyasalarda işleme konu olan ürünün maliyeti, spot piyasadaki aynı ürünün maliyetinden daha düşük olmaktadır (Berk, 2015: 317).

Vadeli piyasalar aynı zamanda geleceği tahmin etmeye çalıştığı için riskli piyasalar olarak da tanımlanmaktadır (Apak ve Uyar, 2011: 3).

Vadeli piyasalar; spot piyasalardaki ani fiyat hareketlerinden yatırımcıyı koruyarak riski spekülörlere aktarır. Böylece risk el değiştirmiş olur (Apak ve Uyar, 2011:7-8). Vadeli piyasalar spot piyasalardan daha karışık olduğu için profesyonel yatırım gerektirmektedir (Apak ve Uyar, 2011: 5).

Vadeli piyasaların sözleşmeleri üçüncü kişilere devredilememektedir (Berk, 2015: 318).

CME, Chicago Board of Trade, London International Financial Futures and Options Exchange, VOB gibi borsalar vadeli piyasalara örnektir (Karan, 2013: 19).

**Organize olmuş borsalar ya da örgütlü piyasalar (exchange traded);** belirli bir fiziki mekanları, üyeleri olan ve borsa yönetimi tarafından önceden belirlenmiş kurallar çerçevesinde alım–satım yapılan borsalardır. Borsanın koyduğu kurallara göre işlem yapılır ve bu kurallara uymak zorunludur. Taraflar kendi aralarında anlaşarak işlem yapamazlar (Sayılğan, 2017: 39).

Organize olmuş piyasada veriler kanuna bağlı olduğu için daha doğru, açık ve nettir. Bu yüzden risk ve belirsizlik daha azdır. Bu piyasada işlem gören ürünler kayıt altındadır. Ürünlerin fiyatı piyasadaki işlem hacmi ile belirlenir, devamlı bir pazar niteliğindedir (Ceylan, 2000: 325).

Organize borsalar; etkin fiyat oluşumuna, likiditeye ve daha hızlı bilgi alışverişine yardımcı olmaktadır. Organize borsalar, finansal araç çeşitliliğini ve finansal piyasaların derinleşmesini sağlamaktadırlar (Apak ve Uyar, 2011: 7).

Karatepe de (2000), organize borsalar sayesinde vadeli işlem sözleşmelerinin standartlaşması sonucu piyasanın daha likit hale geldiğini söylemektedir.

Ticari bankalar ve menkul kıymet borsaları organize piyasaya örnektir. Borsa İstanbul, NYSE, Tokyo borsası vb. organize olmuş borsalara örnek verilebilir. İkincil piyasa kategorisinde yer almaktadır (Sayılğan, 2017: 39).

**Tezgahüstü (over-the-counter) piyasalar (TÜP);** da fiziki bir mekan ve standardize olmuş sözleşmeler mevcut değildir. Sözleşmeye konu olan işlem saatleri, sözleşme büyüklükleri, teminat tutarı, fiyat, vade gibi konular taraflar arasında ve tarafların pazarlık gücüne göre serbestçe belirlenir (Sayılğan, 2017: 40).

Organize olmamış (tezgahüstü) piyasaların belli başlı kuralları yoktur. Fon maliyeti fazladır (Ceylan, 2000: 321). Borsaya kayıtlı olmayan ürünler işlem görür. Fiziki mekanları olmadığı için iletişim araçlarıyla ya da elektronik ortamda işlemler gerçekleştirilir (Ceylan, 2000: 326). Telefon, faks, bilgisayar gibi iletişim araçlarının kullanıldığı elektronik ortamda faaliyetine devam eden NASDAQ borsası örnektir (Karan, 2013: 18-19).

Tezgahüstü piyasalar (Over-The-Counter- OTC)'da; işlemler bir aracı aracılığıyla yapılır. Araçların borsa üyesi olma zorunluluğu yoktur. Şirketler için de kote olma yükümlülüğü yoktur. Organize piyasadan daha risklidir. Denetim ve gözetim daha gevşektir. Üçüncül piyasa kategorisinde yer almaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 51-52). Tezgahüstü piyasalar da broker (komisyoncu) ve dealer (satıcı)lar 24 saat işlem yapabilmektedir (Koy, 2018: 44).

Tezgahüstü piyasalarda işlem gören türev araç sözleşmeleri genel sözleşme hükümlerine tâbi iken, organize borsada işlem gören türev araç sözleşmeleri o borsanın kurallarına, piyasayı düzenlemek için çıkarılan kanun, yönetmelik ve tebliğlerine de uymakla yükümlüdür (Sancak, 2012: 10). Tezgahüstü piyasalarda sözleşmelerde yönlendirme işlemi ISDA (Uluslararası Swap ve Türev Ürünler Birliği) kurumu üstlenmiştir (Sancak, 2012: 4).

**Risk tercihi:** Yatırımcılar riske duyarsız (risk neutral), riskten kaçınan (risk averse) ve risk seven (risk seeker/lover) olarak ayrılırlar (Ural, 2016: 10).

**İşlemci (Trader);** aracı kurumda bulunan hesabı üzerinden işlem gerçekleştiren yatırımcılardır. Hedger, arbitrajcı ve spekülâtör olarak ayrılırlar (Ural, 2016: 12).

**Risk primi kavramı;** risk alarak ek bir getiri sağlandığında bu ek getiri risk primi olarak tanımlanmaktadır (Ural, 2016: 10).

**Uzun pozisyon;** vadeli işlem piyasalarında kişinin satın almış olduğu bir hak ve yükümlülüğü (alım işlemi) ifade etmektedir (Sancak, 2012: 5).

**Kısa pozisyon;** vadeli işlem piyasalarında yerine getirilmesi gereken yükümlülüğü(satım işlemi) ifade etmektedir (Sancak, 2012: 5).

Sözleşmeye konu dayanak varlığın teslim etmek zorundadır.

**Takas merkezi;** organize olmuş borsalardaki üyelerin net pozisyonlarını hesaplamak ve işlemleri kaydetmekle yükümlüdür. Yatırımcılar brokerlar sayesinde bir takas hesabına, brokerlar da yatırımcı üzerinden bir takas teminatına sahiptir. Üyeler gün sonunda takas teminatı hesabına ekleme veya teminat çekme işlemi yaparlar. Takas merkezi, borsa dışında bir kurum olabileceği gibi CME Grupta olduğu gibi kendi borsası içinde de bir yapı olabilmektedir ve birden fazla borsaya hizmet verebilmektedir. Takas merkezleri kendi korumasını da sağlamak zorundadır. Bunun için iflas edene kadar tüm yükümlülükleri karşıladığı *Good To The Last Droop* ve takas merkezi üyelerinin sadece garanti fonu ile korunduğu *Live Another Day* olarak iki model kullanılmaktadır (Koy, 2018: 46).

**Piyasa yapıcısı (market maker);** işlem hacmi, piyasa derinliği ve likiditenin artırılması için seans açık olduğu sürece hem alım hem satım işlemleri için kotasyon verir. Piyasa kotalarında, sözleşme adı, sözleşme vadesi, son işlem fiyatı (takas fiyatı), takas fiyatı değişim oranı, açılış fiyatı, gerçekleşen en yüksek ve en düşük fiyat, işlem hacmi, işlem gören sözleşme miktarı ve açık pozisyon sayısı (open interest) yer alır (Koy, 2018: 47).

Açık pozisyon sayısı aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır (Ural, 2016: 11):

$$\text{açıkpozisyon sayısı} = \frac{\text{uzunpozisyon} + \text{kısapozisyon}}{2}$$

## 1.2. Türev Piyasaların ve Türev Araçların Tarihsel Gelişimi

Bu bölümde dünyadaki ve Türkiye'deki türev piyasaların tarihsel gelişimden bahsedilecektir. Dünyadaki türev borsalar hakkında bilgiler verilecektir.

### 1.2.1. Dünyada Türev Piyasa ve Türev Araçların Tarihsel Gelişimi

M.Ö. 640-550 yılları arasında Yunan filozof Thales zeytin rekoltesini önceden hesaplayarak, zeytin hasatının o yıl için fazla olacağını öngörmüş ve yağhaneleri kiralamıştır. Hasat zamanı geldiğinde ise kiraladığı yağhaneleri daha yüksek fiyata geri kiralamıştır.

17. yüzyılda ise Hollanda'da lale soğanları üzerine vadeli işlemler yapılmaya başlanmış, Amerika'da ise türev araçlar iç savaş döneminde ürün fiyatlarındaki istikrarsızlıktan korunmak için kullanılmıştır (Ural, 2016: 13).

İlk vadeli işlem 1697' de Japonya'da yapılmıştır (Koy, 2018: 24).

Devlet düzenlemelerinin ve özel sektörün fiyatların uzun süreli sabit kalmasını sağlaması bir süreliğine organize borsalara olan ihtiyacı karşılamış bu sebeple organize borsaların kuruluşu gecikmiştir (Koy, 2018: 30).

İlk vadeli işlem borsası 1730' da Japonya'nın Osaka eyaletinde Dojima Pirinç Piyasası adıyla kurulmuş, ikinci vadeli işlem borsası 1826'da İngiltere'de kurulmuştur (Koy, 2018: 24).

O dönemlerde pirinçlerin sertifika ile satılması ve pirinç fiyatlarındaki dalgalanmaların bu sertifika fiyatlarını etkilemesi Dojima Pirinç Piyasası'nın kuruluşunda etkili olmuştur (Ural, 2016: 13).

Amerika'da ise Chicago bulunduğu coğrafi konumu dolayısıyla ticaret merkezi işlevi görmüş, bu işlevinden dolayı 19. yüzyılda çiftçiler hasat zamanlarında ürünlerini bu ticaret merkezine getirmişlerdir. Bu durumda arz miktarının aşırı artmasına sebep olmuştur. Bunun sonucunda çiftçiler ürünlerini ileri bir tarihte belli bir fiyattan satmak için sözleşme yapmaya başlamışlardır. Bu gelişmeler sonucunda 1848 yılında üreticiler her iki tarafında yükümlülüklerini yerine getirmesi, borsanın garantör olması, sözleşmelerin standartlaşması ve teminatlandırılması amacıyla Chicago Ticaret Kurulu'nu (Chicago Board of Trade-CBOT) kurmuşlardır (Ural, 2016: 14).

1848 yılında Chicago Board of Trade' in kurulmasıyla sözleşmeler düzenlenmeye başlamıştır. 1858 yılında to arrive olarak adlandırılan sözleşmeler ortaya çıkmıştır. Bu sözleşmelerle teslimat ve fiyat garanti altına alınmıştır (Koy, 2018: 24).

To arrive sözleşmelerine zamanla başka özelliklerde eklenmiştir. Belli bir prim karşılığında alıcı ve satıcıya sözleşmeyi fesh etme hakkı tanınmıştır (Koy, 2018: 26).

1919 yılında Chicago Ticaret Borsası'nın (Chicago Mercantile Exchange-CME) kurulmasıyla vadeli işlemler kurumsallaşmış, alım satım işlemleri tam olarak hukuki bağlayıcılık içermiştir (Ural, 2016: 14).

İlk forward sözleşmesi ise 3000 kile Mısır üzerine 1851'deCME, CBOT, NYMEX ve COMEX'in birleşmesi ile kurulan Şikago Ticaret Borsası (Chicago Mercantile Exchange-CME)' nda işlem görmüştür (Koy, 2018: 25).

Vadeli işlem sözleşmesi takasları 1865'de CME'de işlem gören performans bonolarının teminatlandırılması ile başlamıştır (Koy, 2018: 27).

1865 yılında tarımsal emtia vadeli işlem sözleşmeleri standartlaştırılmış, 1925 yılında features takas kurumu (clearing house) kurulmuştur.

1944 yılında ABD'nin Bretton Woods eyaletinde düzenlenen Birleşmiş Milletler Para ve Finans Konferansı'nda tüm para birimlerini ABD dolarına endeksleyen, ABD dolarını da 0,88867 gram altına endeksleyen Bretton Woods Anlaşması imzalanmıştır. Bu sisteme de Bretton Woods para sistemi adı verilmiştir. Bu sistemin çökmesiyle para birimleri döviz karşısında dalgalanmaya bırakılmıştır. Sonuç olarak kur riski ortaya çıkmıştır. Kur riskinden korunmak için ilk finansal vadeli işlem 1972 yılında yedi para birimi üzerine yapılmıştır (Koy, 2018: 31).

Aynı zamanda kur riskinden korunmak için döviz vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü Uluslararası Para Piyasası (International Money Market- IMM) kurulmuştur (Ural, 2016: 14).

İlk opsiyon sözleşmesi de 1973 yılında işleme alınmıştır (Koy, 2018: 26).

1973 yılından sonra faiz oranları vadeli işlem sözleşmeleri, konut sertifikalarına dayalı vadeli işlem sözleşmeleri, 1977 yılında hazine bonoları ve ABD tahvillerine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri, 1981 yılında Eurodolarlar, 1982 yılında borsa endeksine ve hisse senetleri endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmeye başlamıştır (Ural, 2016: 15).

1900'lü yıllarda broker ve dealerlar bir araya gelerek Satım ve Alım Opsiyonu Broker ve Dealerları Derneğini kurarak bir tezgahüstü opsiyon piyasası oluşturmuşlardır. 1973 yılında hisse senedi opsiyonlarının işlem göreceği ilk organize opsiyon borsası Chicago Opsiyon Borsası Kurulu (Chicago Board Options Exchange- CBOE) kurulmuş, aynı yıl içinde alım (call) opsiyonları işleme konulmuş, 1977 yılında satım (put) opsiyonları işlemi başlamıştır (Ural, 2016: 15).

Devlet tahvili vadeli işlem sözleşmeleri, 1986'da Fransa Uluslararası Vadeli İşlem Borsası'nda 7-10 yıl vadeli olarak tahvil endeksli vadeli işlem sözleşmeleri 1987'de Hollanda'da işlem görmeye başlamıştır. Faizli emlak kredi tahvilleri ise 1988 yılında Danimarka'da vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine konu olmuştur. Devlet tahvilleri Fransa'dan sonra İrlanda'da 1989'da, Belçika'da 1991'de, İtalya'da 1992'de ve Portekiz'de 1995'de vadeli işlemlere konu olmuştur.

1990'da Tokyo borsasında Japon hazine bonosu ve euro/yen sözleşmeleri işlem görmüştür (Koy, 2018: 32- 33).

Swap işlemleri ilk defa 1923 yılında Avusturya Merkez Bankası tarafından yapılmıştır. Döviz swap işlemlerinde para birimlerinin birbirlerine dönüştürülebildiği görülünce basit faiz ve değişken faizler arasında da swap işlemi yapılmaya başlanmıştır.

İlk faiz swap sözleşmesi IBM ve Dünya Bankası arasında Alman Markı ve İsviçre Frankı değiştirilerek 1981 yılında yapılmıştır. 1985 yılında Uluslararası Swap ve Türev Ürünler Birliği'nin (İSDA) kurulmasıyla swap sözleşmeleri standardize olmuştur. Vadeli işlem piyasalarına örnek olarak İngiltere'de The London International Financial Futures and Options Exchange (LİFFE), Fransa'da Marche Aterme International de France (MATIF), Amerika'da Chicago Board of Trade (CBOT), Chicago Mercantile Exchange (CME), Chicago Board Options Exchange (CMOE), The New York Currency Exchange (NYCE), The New York Mercantile Exchange (NYMEX), Almanya'da Deutsche Termin börse ya da The German Derivatives Exchange (DTB) örnek verilebilir (Ural, 2016: 16).

### **1.2.2. Dünyadaki Türev Borsalar**

- CME Group (CBOE, CME, NYMEX, COMEX)

Şikago Ticaret Borsası Grubu olarak bilinen türev piyasa Şikago Ticaret Borsası, Şikago Opsiyon Borsası, New York Ticaret Borsası, COMEX'in birleşmesiyle kurulmuştur. Grubun oluşumu CME'nin 2007 yılında CBOE ile birleşmesiyle başlamış, 1 yıl sonra gruba NYMEX ve COMEX'in dahil olması ile tamamlanmıştır. Emtia kökenli olan CME bu grupla ürün yelpazesine faiz, tarımsal emtia ve pay endeksi, enerji, metaller gibi türleri de dahil etmiştir (Koy, 2018: 36-37).

- Londra Metal Borsası (London Metal Exchange, LME)

1877 yılında kurulan borsa daha sonra Hong Kong Pay Borsası, Hong Kong Türev Borsası ile birleşerek Hong Kong Borsa Grubunu (HKEX) oluşturmuştur. Bu borsanın ürün yelpazesini bakır, kalay, kurşun, çinko, kobalt, molibden, altın ve gümüş oluşturmaktadır (Koy, 2018: 37-38).

- Mineapolis Tarım Borsası (Mineapolis Grain Exchange-MGE)

1881 yılında kurulan borsada özellikle buğday, yulaf, mısır, elma suyu konsantresi işlem görmektedir. Borsanın endekslerini sert kırmızı bahar buğdayı, sert kırmızı kış buğdayı, yumuşak kırmızı kış buğdayı, ulusal mısır endeksi, ulusal soya fasulyesi endeksi oluşturmaktadır (Koy, 2018: 38-39).

- Intercontinental Exchange (ICE)

Kıtalararası Borsası 2000 yılında tezgahüstü enerji piyasası işlemleri için kurulmuştur. 2013 yılında New York Borsasını (NYSE) satın alarak dünyanın üçüncü (1. Hong Kong, 2. CME) büyük borsası olmuştur. Petrol, doğalgaz, elektrik gibi enerji türevleri işlem görmektedir (Koy, 2018: 39).



- Avrupa Enerji Borsası (European Energy Exchange-EEX)

Bu borsada enerji, doğalgaz, petrol, çevre, metaller ve tarımsal emtialar işlem görmektedir (Koy, 2018: 40).

- Tokyo Emtia Borsası (Tokyo Commodity Exchange-TOCOM)

1984 yılında Tokyo Altın Borsası, Tokyo Kauçuk Borsası ve Tokyo Tekstil Borsasının birleşmesi ile kurulmuş tezgahüstü işlem yapan bir borsadır. Kıymetli metaller, enerji, yağ, kauçuk, altın, petrol ve tarımsal ürünler işlem görmektedir (Koy, 2018: 41).

- Hindistan Emtia Borsası (Multi Commodity Exchange of India Limited-MCX)

2003 yılında faaliyetine başlamıştır. Metal ve enerji vadeli işlemleri yapılmaktadır. Bunun yanında karabiber, kakule, hint yağı bitkisel kökü, pamuk, palm yağı, menta yağı gibi tarımsal ürünlerde işlem görmektedir (Koy, 2018: 42).

- Dalian Emtia Borsası (DCE)

1993 yılında Çin'de kurulan Dalian Emtia Borsası'nda mısır, soya fasulyesi, pirinç, endüstriyel emtialar işlem görmektedir. Bu borsanın endeksi tarımsal, endüstriyel ve tek emtia olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Türev piyasalardaki işlem hacmine göre dünyanın sekizinci büyük borsasıdır (Koy, 2018: 43).

### **1.2.3. Türkiye'de Türev Piyasa ve Türev Araçların Gelişimi**

1994 yılında TCMB tarafından döviz forward piyasası açılmıştır. Türkiye'de vadeli işlem ve opsiyon borsası düzenlemesi 1995 yılında yayınlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik” ile yapılmıştır. Bu düzenlemeleri ile 1995 yılında yayınlanan “İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği”, 1996 yılında yayınlanan “İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği”, 1997 yılında yayınlanan “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik” izlemiştir. Mal üzerine vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri için “Ticaret Borsaları Vadeli İşlemler Piyasası Genel Yönetmeliği” düzenlenmiştir (Karatepe, 2000: 7, Ural, 2016: 17).

1994 yılında İMKB bünyesinde Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü oluşturulmuştur. 2001 tarihinde döviz üzerine vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmeye başlamış ve 2003 yılında Euro vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmeye başlamıştır (Ural, 2016: 17).

2001 yılında Resmi Gazete’ de“Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik” yayınlanmış, aynı tarihlerde Sermaye Piyasası Kurulu kararı Devlet Bakanlığı’nın yazısı ve SPK kanunu ile 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararıyla ile ilk özel borsa olan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOB) kurulmuştur.

VOB 2002 yılında ticaret siciline kayıt ettirilerek tüzel kişilik kazanmıştır. 2004 yılında yayınlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği” ile borsanın çalışma koşulları ve kuralları belirlenmiştir. VOB faaliyetine İzmir’de başlamıştır. 2005 yılında VOB üyeliği ve işlem esasları hakkında genelge yayınlanmış ve işlemler başlamıştır (Ural, 2016: 18).

VOB 11 paydaş ve 6 trilyon sermaye ile kurulmuştur. Bu paydaşlar; TOBB, BİST, İzmir Ticaret Odası, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş, Garanti Bankası, Akbank, Koçbank, Vakıfbank, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği, Takasbank, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası ortaklığıyla kurulmuştur (Berk, 2015: 295).

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOBAŞ), 4 Şubat 2005 tarihinde açıldığında döviz, endeks, faiz, emtia, altın ve enerji sektörleri üzerine future sözleşmeleri işlemleri gerçekleştirmeye başlamıştır (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 6).

5 Ağustos 2013 yılında VOB Borsa İstanbul bünyesine katılarak %100 Borsa İstanbul A.Ş. sermayesiyle Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP)’na dönüştürülmüştür (Ural, 2016: 19).

Türkiye’de vadeli işlemler Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası’nda(VİOP) gerçekleşmektedir. Bu çatı altında on tane pazar yer almaktadır. Döviz Türev Pazarı, Elektrik Türev Pazarı, Emtia Türev Pazarı, Endeks Türev Pazarı, Kıymetli Madenler Türev Pazarı, Pay Türev Pazarı, Yabancı Endeksler Türev Pazarı, Metal Türev Pazarı, Borsa Yatırım Fonu Türev Pazarı, Faiz Türev Pazarından oluşmaktadır. Elektrik Türev Pazarı, Emtia Türev Pazarı, Kıymetli Madenler Türev Pazarı ve Metal Türev Pazarında emtiaya dayalı türevler işlem görmektedir (Koy, 2018: 49-50).

### **1.3. Türev Araçların Avantajları Ve Dezavantajları**

Türev araçlar risk yönetimi, arbitraj ve spekülasyon amacıyla kullanılırken bazı yararlar sağlamaktadır. Fakat bu yararların yanında türev araçlar bazı dezavantajlara da sahiptir.

### 1.3.1. Türev Ürünlerin Avantajları ve Yararları

Türev araçların sağladığı avantajlar ve faydalar aşağıdaki gibidir (Ural, 2016: 10, Sağlam, 2017: 2):

- Fiyat hareketlerindeki belirsizlikten korurlar.
- Alternatif yatırım kaynaklarıdır.
- İşlem hacmi az olduğu için maliyeti de azdır.
- Spot piyasadaki ani fiyat hareketlerine karşı korunma sağladıkları için spot piyasanın daha likit olmasına yardımcı olurlar.
- Sözleşme teminatı, dayanak varlığın fiyatından daha ucuz olduğu için kaldıraç etkisi yaratırlar.
- Portföy yöneticilerinin, portföylerini çeşitlendirerek (yani yumurtaları aynı sepete koyma prensibi) riskin dağıtılmasına yardımcı olurlar.
- Türev piyasalar; maliyetlerin azalması, alternatif alıcı ve satıcılara ulaşma, finansal altyapının gelişmesi, gelecek fiyatların tahminine yönelik bilgi aktarımı, maliyet tahmini, üretim yapan işletmelerde hammadde fiyatlarının sabitlenmesi gibi faydalar sağlamaktadır (Koy, 2018: 20).
- Türev enstrümanlar portföy yönetimine katkı sağlayarak çeşitlendirme ile minimum düzeye indirilemeyen sistematik riskin azalmasına katkı sağlarlar (Apak ve Uyar, 2011: 6) .
- Piyasa verilerinin fiyatlara yansımını sağlayarak piyasadaki etkinliği arttıırırlar.
- Yeni finansal ürünlerin ortaya çıkmasına katkı sağlar.
- Yatırımları riskten koruyarak, zararı en aza indirir.
- Serbest fiyat oluşumuna katkıda bulunur.
- Spot piyasa fiyatlarının tahminine katkıda bulunur.
- Dayanak varlık ileride ve belirli bir tarihte teslim edileceğinden depolama maliyeti azdır.
- Piyasaların dengede kalmasına yardımcı olur.

### 1.3.2. Türev Araçların Dezavantajları

Türev araçlar içerdikleri avantajların yanında aşağıdaki dezavantajları da taşımaktadırlar (Sağlam, 2017: 11).

- Sözleşmelerin işlem hacminden kaynaklı balon fiyatlar oluşmaktadır.

- Elde bulunmayan dayanak varlıkların satışından dolayı varlığın temininde zorluklar yaşanmaktadır.

- Türev piyasalarda oluşan balon fiyatlar finansal krizlerin derinleşmesine neden olmaktadır.

Türev araçlar yukarıdaki dezavantajlarının yanında manipülasyon riskini de taşımaktadırlar.

Manipülasyon finansal piyasalarda yatırım yapan yatırımcıları, dayanak varlığın arz ve talebi konusunda yanılgıya düşürmek amacıyla oluşturulan yapay fiyat hareketleridir (Yücel, 2015: 79). Manipülasyon yapay fiyat oluşumlarıyla organize borsanın işlevini bozarak borsanın işleyişine zarar vermektedir. Aynı zamanda yatırımcılar arasında fırsat eşitliğine engel olmakta ve yatırımcının piyasaya olan güvenini sarsmaktadır (Yücel, 2015: 80).

Hatta Sermaye Piyasası Kanununa (SPK) göre şirketin finansal verilerini sızdırmak ve şirket hakkında söylenti yaymak amacıyla yapılan bilgi bazlı manipülasyon ve şirketin pay senetlerini alım satım yoluyla şirket hakkında olumsuz izlenim bırakılarak gerçekleştirilen işlem bazlı manipülasyon cezai işlem gerektiren bir suç olarak görülmektedir (Uzunoğlu, 2018: 26- 27).

#### **1.4. Türev Araçların Kullanım Amaçları**

Türev araçlar; riskten korunma, spekülasyon, manipülasyon ve arbitraj amacıyla kullanılmaktadır. Türev piyasalarda; alıcılar, satıcılar ve spekülörlerin etkileşiminden oluşmaktadır. Alıcı, riskten korunana taraftır. Satıcı koruma satan taraf, spekülör ise piyasa riskini üstlenerek bir prim karşılığı sigorta sağlayan piyasa likiditesini arttıran taraf olarak nitelendirilir (Koy, 2018: 21).

##### **1.4.1. Riskten Korunma (Hedge)**

Fiyat değişim riskini azaltma olarak tanımlanmaktadır (Berk, 2015: 317).

Bu işlemi gerçekleştirenlerin amacı zarara uğrama olasılığını en aza indirmektir. Bu yüzden spot piyasada aldıkları pozisyonun riskini azaltmak için türev piyasada işlem yaparlar (Sağlam, 2017: 10).

Bir sermaye piyasası aracı veya bir kıymetli evrak, emtia veya madeni ileriki bir zamanda teslim alacak olanlar, bu kıymetlerin fiyatların da meydana gelebilecek değişimlerden korunmak isterler. Bu değişimlerden korunmak için türev araçları kullanarak spot piyasada fiyatlarda meydana gelebilecek artışlar için alım pozisyonu (uzun), düşüşler içinse satım (kısa) pozisyonu alırlar (Yaslıdağ, 2016: 22).

Tedbirli (Hedger) ise; riskten korunmak için işlem yapan taraftır (Ural, 2016: 12).

Türev piyasalarda korunacak varlığı değil de, bu varlık ile en iyi korelasyonu veren türev sözleşmesi ile riskten korunma işlemine çapraz korunma denmektedir (Berk, 2015: 318).

#### **1.4.2. Spekülasyon**

Fiyat farklılıklarının ticaretini yapma olarak tanımlanmaktadır (Berk, 2015: 317).

Türev araçların kullanımı ile risk, korunma amaçlı işlem yapanlardan (hedge), spekülatif amaçlı işlem yapanlara aktarılır. Risk tamamen yok olmaz (Ural, 2016: 9).

Piyasalarda meydana gelebilecek fiyat değişikliklerinin yönünü tahmin ederek pozisyon alan ve kar sağlamayı amaçlayan yatırımcılara spekülötör (speculator) denir. Bu işlem türev piyasaların likiditesini ve işlem hacmini artırır (Yaslıdağ, 2016: 22).

Türev piyasalarda düz (outright) spekülasyon ve aralık (spread) spekülasyon olmak üzere iki çeşit spekülasyon yapılmaktadır. Düz spekülasyon fiyatların yönü ile ilgiliyken, aralık spekülasyon da ise sözleşme fiyatları arasındaki aralığın değişiminden spekülasyon işlemi yapılmaktadır (Berk, 2015: 318).

#### **1.4.3. Arbitraj**

Fiyat farklılıkların düzeltme işlemi olarak tanımlanmaktadır (Berk, 2015: 317).

Farklı piyasalarda meydana gelen fiyat hareketlerinden yararlanarak türev ürünü fiyatı düşük olan piyasadan satın alıp, yüksek olan piyasada satarlar. Bu işlemin sonucunda risk almadan kar elde edilmiş olmaktadır (Yaslıdağ, 2016: 23).

Arbitrajcı (Arbitrageur); bu işlemi gerçekleştirerek piyasa dengesini sağlamış olur (Ural, 2016: 12).

#### **1.5. Türev Araçların Çeşitlendirilmesi**

Türev ürün sözleşmeleri temel olarak; opsiyon, swap, forward, futures, risk sermayesi, varant olarak gruplandırılmaktadır. Bu türev ürünlerin kombinasyonlarıyla da çeşitli kullanım şekilleri mevcuttur. Swaption, cap, floor vb. gibi (Sayılğan, 2017: 36).

Türev piyasa sözleşmelerinin en bilinenleri olan, futures, standart işlem veya vadeli gelecek sözleşmesi, opsiyon seçenekli işlem olarak adlandırılmakta ve bu iki sözleşme organize piyasalarda işlem görmektedirken, forward (alivre) veya vadeli işlem, swap ise değiş-tokuş veya takas sözleşmesi olarak adlandırılıp tezgahüstü piyasalarda işlem görmektedir. Ayrıca opsiyon tezgahüstü piyasalarda da işlem görebilmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2015: 364-365).

### 1.5.1. Options (Opsiyon) Sözleşmeleri

Opsiyon sözleşmeleri; opsiyon priminin, opsiyonun alıcısı tarafından satıcıya ödendiği ve alıcı tarafa işlemin yapıldığı tarihten itibaren, belirlenen ileri bir tarihte veya opsiyonun tipine bağlı olarak söz konusu tarihe kadar, önceden belirlenmiş standart bir fiyattan, standartlaştırılmış miktar ve kalitedeki bir malı, kıymeti veya finansal göstergesi alma veya satma hakkını veren, buna karşılık satıcıya da satma ya da alma yükümlülüğü getiren sözleşmelerdir (Dönmez ve Başaran vd, 2002: 3).

Organize ve tezgahüstü piyasalarda işlem görürler. Sözleşmeleri standarttır (Ural, 2016: 8).

Opsiyon sözleşmeleri genellikle organize borsada işlem gördüğü için takas kurumu tarafından işlemler gerçekleştirilmektedir. Opsiyon alıcısı ödeme yükümlülüğünü opsiyon primi ile yerine getirirken opsiyon satıcısı takas kurumuna teminat ödemek zorundadır. Satıcı opsiyon sözleşmesinden doğan yükümlülüğü yerine getiremeyebilir. Bu riske karşılık ödenen teminat, opsiyonun gün sonundaki kar/zarar durumuna göre takas kurumu tarafından belirlenmektedir (Yalçın vd., 2014: 236).

Borsada opsiyon işlemleri opsiyon işlemcileri tarafından gerçekleştirilmektedir. Opsiyon işlemcileri; pazar belirleyicileri, seans brokerları ve emir defter yetkilisinden oluşmaktadır. Pazar belirleyicisi, bir opsiyonun alış ve satış fiyatını oluşturan kurum ve kuruluşlardır. Pazar belirleyicisi, opsiyon alım ve satımını gerçekleştirerek pazarın likiditesini sağlamak ve yatırımcılara güven vermek zorundadır (Chambers, 2012: 69). Seans brokerları müşterilerin alım satım emirlerini gerçekleştirmektedir. Belirli bir ücret veya komisyon karşılığında borsaya üye olmayan yatırımcılar adına işlem yapmaktadırlar (Chambers, 2012: 70). Emir defter yetkilisi ise borsada çalışan, seans brokerlarından gelen limitli emirleri kaydeden ve bu emirlerin gerçekleştirilmesini sağlayan opsiyon işlemcilerindedir (Chambers, 2012: 70).

Opsiyon sözleşmeleri, opsiyon alıcısı, opsiyon satıcısı, opsiyon primi, konusu, opsiyonun kullanım fiyatı ve opsiyonun vade tarihinden oluşmaktadır (Sağlam, 2017: 30).

**Opsiyon sahibi (alıcısı)**, belli bir fiyat veya prim karşılığında satın aldığı pozisyon sözleşmesini, sözleşmede belirtilen süre içinde ya da sonunda kullanma ya da kullanmama hakkına sahip olan kişilerdir. Opsiyon sahibinin maksimum kaybı prim kadardır. Kazancı ise, teorik olarak sınırsızdır. Opsiyon sözleşmesi satın alan kişi “uzun pozisyon” alır (Korkmaz, 1999: 12).

Uzun pozisyon sahibi taraf belli bir prim karşılığında opsiyonu kullanıp kullanmama hakkına sahip olmaktadır (Sağlam, 2017: 30).

**Opsiyon satıcısı (yazıcısı)**, kısa pozisyon sahibi taraf ise opsiyonu yazan taraf olup opsiyon sözleşmesinden doğan yükümlülükleri karşı taraf talep ettiğinde yerine getirmek zorundadır. Opsiyonu satan taraf opsiyonu alan taraftan daha fazla riske sahiptir (Sağlam, 2017: 30).

Opsiyon seçenek veya seçim hakkı anlamına gelmektedir. Bu seçim hakkı yalnızca opsiyon alıcısına yani opsiyonun sahibine aittir. Opsiyon satıcısı; opsiyon alıcısı istediği takdirde opsiyonla ilgili olarak kendi üzerine düşen yükümlülükleri yerine getirme mecburiyetindedir. Opsiyon satıcısının kazancı prim ile sınırlıdır. Zararı ise teorik olarak sınırsızdır (Korkmaz, 1999: 13).

**Opsiyonun konusu**, birçok ürün opsiyona konu olabilir. Finansal piyasalarda hisse senetleri, tahviller, endeksler, dövizler opsiyonun konusu olabilir (Ceylan, 2003: 307).

**Opsiyon işlem tarihi**, opsiyon sözleşmesinde üzerinde anlaşılan ve opsiyonun işleme konulacağı tarihe denir. Opsiyonun kullanılabileceği en son gün, vade tarihi veya işlem tarihidir. Tezgahüstü piyasalarda vade, taraflar arasında belirlenirken, organize opsiyon piyasalarında ise belirli vadeler vardır. Vade tarihi cari dönemi izleyen iki aydır. Ocak- Nisan- Temmuz- Ekim gibi (Ceylan, 2003: 311).

Opsiyon sözleşmesi, sahibi tarafından vadesine kadar kullanılmazsa değersiz duruma gelir ve satıcının yükümlülüğü kalkar (Korkmaz, 1999: 13).

**Opsiyon kullanım fiyatı (uygulama fiyatı)**, opsiyonun kullanılması durumunda geçerli olacak olan, başlangıçta belirlenmiş ve sözleşmeye konu dayanak varlığın vade tarihine kadar geçerli olan fiyata opsiyon kullanım fiyatı denir. Organize opsiyon piyasalarında kullanım fiyatları standarttır ve fiyatlar borsa tarafından ilan edilmektedir. Yatırımcılar ilan edilen fiyat üzerinden işlem yaparlar. Tezgahüstü Piyasalarda ise; kullanım fiyatı taraflar arasında belirlenir (Ceylan, 2003: 307).

**Opsiyon fiyatı (primi)**, opsiyon alıcısının, satın alma veya satma hakkını elde edebilmek için, opsiyon satıcısına ödediği tutara opsiyon primi veya fiyatı denir. Opsiyon primi günlük olarak dalgalanma gösterir. Opsiyon primi verilen garanti karşısında ödenen bedeldir. Opsiyon primi; sözleşmeye konu olan varlığın piyasa fiyatı, fiyatının değişkenliği, risksiz faiz oranı, kar payı, kullanım fiyatı ve vadeye kalan süreden etkilenir (Ceylan, 2003: 309).

**Opsiyon serisi**, aynı menkul kıymet üzerine yazılan call veya put opsiyonlarından aynı vadeye ve aynı kullanım fiyatına sahip olanlar bir seri oluşturmaktadır. Her bir sözleşme bir seriye karşılık gelmektedir. Aynı vadeye sahip değişik kullanım fiyatlarından işlemi açılan opsiyon sözleşmelerinin her biri ayrı bir seridir. Her bir opsiyon serisi ayrı bir menkul kıymet gibidir (Dönmez ve Başaran vd., 2002: 122).

**Kotasyon**, opsiyon borsalarında opsiyon işlemi yapılacak varlıklar sınıflandırılır. Hisse senedi üzerine yapılacak opsiyon sözleşmelerinde, borsa yönetimi opsiyon işlemi yapılabilecek hisse senetlerini belirler. Listeye ilk olarak büyük şirketlerin hisse senetleri alınır. Hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin yöneticileri hisse senetleri üzerine opsiyon yazılmasına müdahale edemezler. Hisse senetleri üzerine birden fazla borsada opsiyon sözleşmesi yapılabilir (Ceylan, 2003: 312).

#### **1.5.1.1. Opsiyon Sözleşmelerinin Yararları**

Opsiyonun alıcısına sağladığı yararlar aşağıda sıralanmıştır (Korkmaz, 1999: 7, Sağlam, 2017: 30-31);

- Fiyatlarda oluşabilecek dalgalanmalara karşı riskten koruma olanağı sağlamak,
- Az miktarda sermaye ile yüksek miktarlardaki varlığı kontrol etme imkanı sağlayarak kaldıraç etkisi ortaya çıkarmak,
- Marjin sistemi (teminatlandırma) sayesinde alıcıyı ödenmeme riskinden korumak,
- Mevcut hisse senetlerini kullanarak, kazancını arttırmak,
- Hisse senedini düşük fiyata satın alabilmek,
- Hisse senedini satın almadan, fiyat artış veya azalışlarından yararlanmak olarak sayılabilir.
- Opsiyon bir haktır. Zorunluluk değildir.

#### **1.5.1.2. Opsiyon Türleri**

Opsiyonlar vadelerine, kullanım haklarına, dayanak varlık çeşidine, kar veya zararda olma durumlarına göre çeşitlendirilmektedir (Sağlam, 2017: 31).

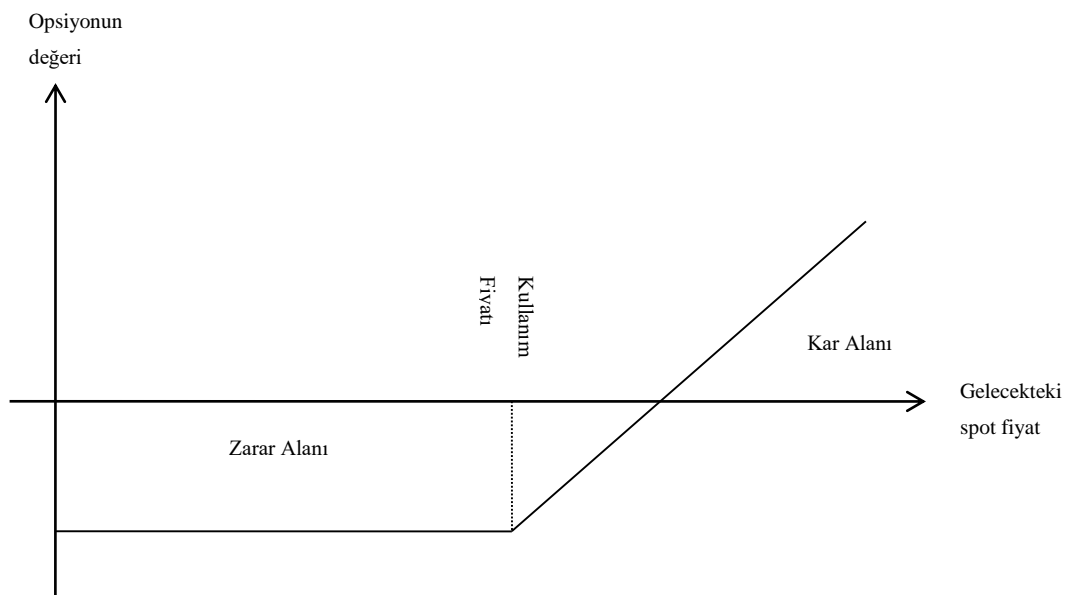


### Alım (Call) Opsiyonu

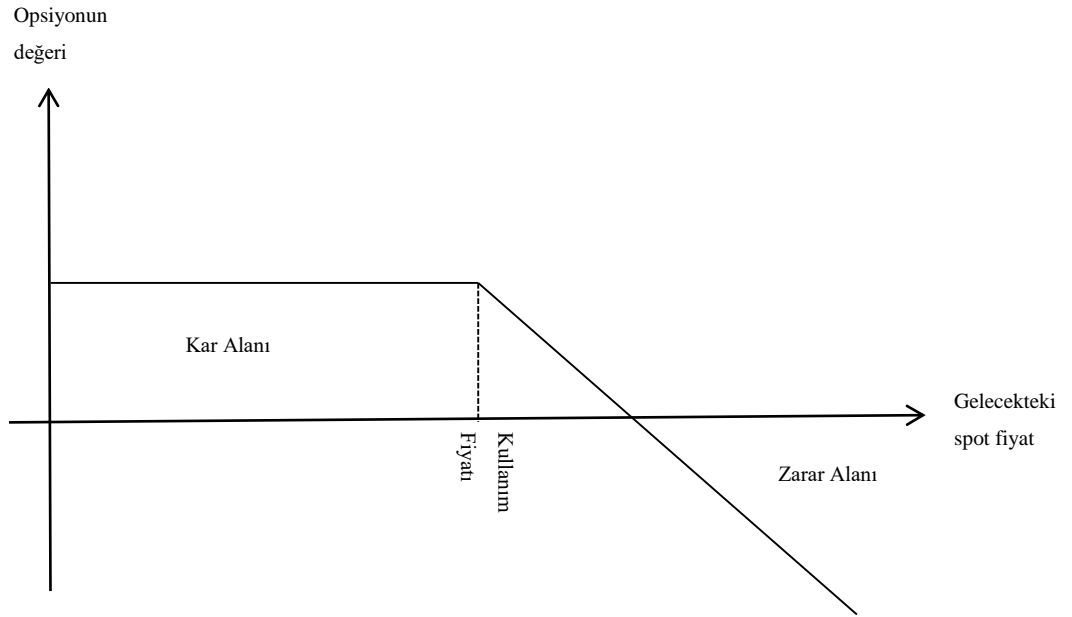
Alım (call) opsiyonları; sahibine belirli bir kıymeti, belirli bir vadede ve belirli bir fiyat üzerinden bugünden satın alma hakkı veren sözleşmelerdir. Alım opsiyonu alan taraf ileride fiyatların yükseleceğini düşünmektedir. İleride fazla fiyat ödemek istemeyen yatırımcı bugünden opsiyon primi ödeyerek kendini fiyat artışına karşı korumak istemektedir (Sağlam, 2017: 31).

Alım opsiyonunu satan taraf ise fiyatların düşeceği beklentisi içindedir. Beklentisi gerçekleşirse opsiyon primi kadar kar elde etmiş olacak, tam tersine fiyatlar yükselirse alıcı opsiyonu işleme koyacağı için zarar edecektir. Alıcı ise spot piyasada fiyatlar yükselirse opsiyonu kullanarak kar elde edecek, fiyatlar düşerse opsiyonu kullanmayacak ödediği opsiyon primi kadar zarar elde edecektir (Sağlam, 2017: 32).

Alım opsiyonu satan taraf dayanak varlığı elinde bulundurmamak zorunda değildir fakat alıcı tarafından talep edildiği takdirde varlığı teslim etmekle yükümlüdür. Dayanak varlık elinde olmadan opsiyon yazan alım opsiyonu satıcısının üstlendiği risk dayanak varlığı elinde bulunduran opsiyon satıcısından daha fazla olmaktadır (Sağlam, 2017: 33). Çünkü opsiyon satıcısı işlem tarihinde dayanak varlığı opsiyon alıcısına teslim etmek için, dayanak varlığı piyasadan daha yüksek fiyata satın almak zorunda kalabilmektedir (Chambers, 2012: 71).



Şekil 1: Call Opsiyonunda Uzun Pozisyon Kar / Zararı (alım opsiyonunu alan tarafın kar / zararı) (Sağlam, 2017: 33)



Şekil 2: Call Opsiyonunda Kısa Pozisyon Kar / Zararı (alım opsiyonunu satan tarafın kar / zararı) (Sağlam, 2017: 34)

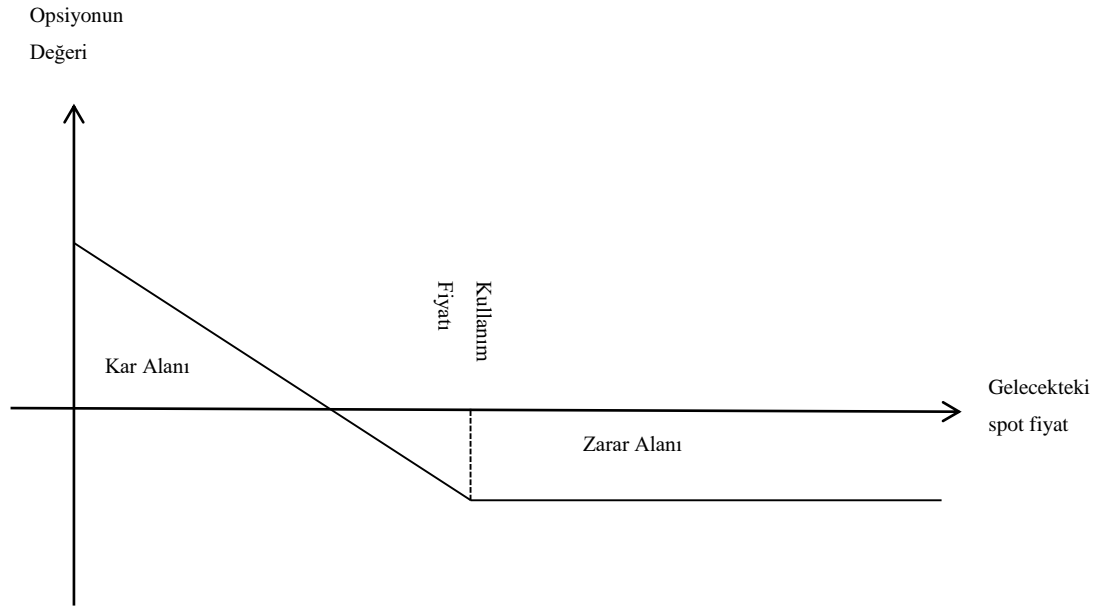
### Satım (Put) Opsiyonu

Sözleşmeyi satın alan tarafa, belirli bir vadeye kadar, belirli bir fiyattan belirli miktarda varlığı satma hakkını veren opsiyonlardır (Chambers, 2012: 63).

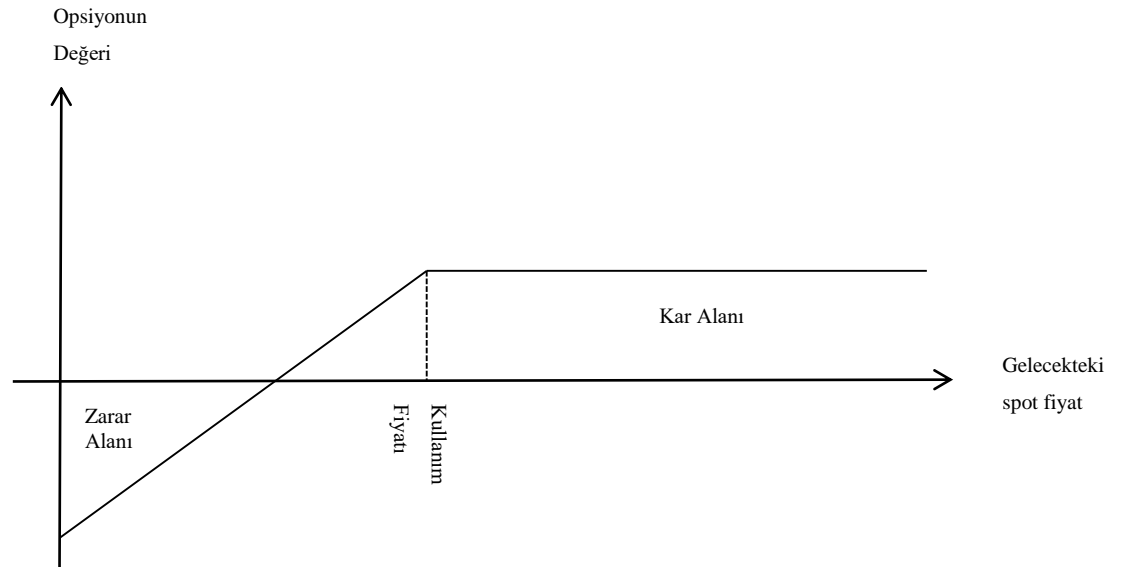
Satım opsiyonu alan taraf ileride fiyatların düşeceğini ümit ederken, satım opsiyonunu satan taraf ise fiyatların yükseleceğini beklemektedir. Satım opsiyonu alan taraf opsiyon süresince satma hakkını elinde bulundurmaktadır. Satım opsiyonunu satan taraf ise opsiyon sözleşmesi işleme konduğunda dayanak varlığı sözleşmedeki fiyattan almak zorundadır (Sağlam, 2017: 34).

Satım opsiyonunu alan tarafın karı teorik olarak sınırsızken zararı ödediği opsiyon primi kadardır. Satım opsiyonunu satan taraf için ise karı opsiyon primi ile sınırlıyken zararı teorik olarak sınırsız olmaktadır (Sağlam, 2017: 34).

Call opsiyonlar ve put opsiyonlar birbirinin tersi işlemler değildirler. Aralarındaki tek fark call opsiyonlarda opsiyonu alan taraf alma hakkı elde ederken put opsiyonlarda opsiyonu alan taraf satma hakkını elinde bulundurmaktadır. Her iki opsiyon çeşidinde de opsiyonu satan taraf dayanak varlıkla ilgili yükümlülüğü gerçekleştirme sorumluluğunu üstlenmiş olmaktadır. Call opsiyon da satıcı dayanak varlığı satmak zorunda put opsiyonunda ise almak zorundadır. Eğer yatırımcı fiyatların yükseleceğini tahmin ediyorsa call opsiyonu alırken fiyatların düşeceğini tahmin ediyorsa put opsiyonu almaktadır (Sağlam, 2017: 35).



Şekil 3: Put Opsiyonunda Uzun Pozisyon Kar / Zararı (satım opsiyonunu alan tarafın kar / zararı)  
(Sağlam, 2017: 36)



Şekil 4: Put Opsiyonunda Kısa Pozisyon Kar / Zararı (satım opsiyonunu satan tarafın kar / zararı)  
(Sağlam, 2017: 36)

Tablo 1: Call ve Put Opsiyonun Kar ve Zarar Durumu (Sayılğan, 5.baskı:512)

STRATEJİ	FİYAT BEKLENTİSİ	AZAMİ KAR	BAŞABAŞ	AZAMİ ZARAR
PUT OPSİYON ALINMASI	AZALIŞ	İŞLEM FİYATI-PRİM	İŞLEM FİYATI-PRİM	PRİM
PUT OPSİYON SATILMASI	ARTIŞ	PRİM	İŞLEM FİYATI-PRİM	İŞLEM FİYATI-PRİM
CALL OPSİYON ALINMASI	ARTIŞ	SONSUZ	İŞLEM FİYATI+PRİM	PRİM
CALL OPSİYON SATILMASI	AZALIŞ	PRİM	İŞLEM FİYATI+PRİM	SONSUZ

### **Avrupa- Amerikan Ve Bermuda Tipi Opsiyonlar**

Vadelerine göre ayrılmış opsiyonlardır. Avrupa tipi opsiyonlar sadece vade tarihinde kullanılabilirken Amerikan tipi opsiyonlar vade süresince istenilen bir tarihte kullanılabilir. Sözleşmede opsiyonun Avrupa tipi olduğu belirtilmezse Amerikan tipi opsiyon olduğu varsayılmaktadır (Sağlam, 2017: 37).

Organize borsalarda çoğunlukla Amerikan tipi opsiyonlar kullanılırken, Avrupa tipi opsiyonlar tezgahüstü piyasalarda yoğun olarak kullanılmaktadır (Berk, 2015: 321).

Bermuda tipi opsiyonlarda da yatırımcı opsiyonu vadeden önce belirli tarihlerde kullanabilmektedir (Sağlam, 2017: 37).

### **Leaps Ve Flex Opsiyonlar**

Leaps opsiyonlar, opsiyon sözleşmesi yapıldıktan sonra üç yıl içinde belirli bir tarihte ve belirli bir pay senedini alma hakkı tanıyan uzun vadeli pay senedi opsiyonları olarak da adlandırılan opsiyon çeşididir (Sağlam, 2017: 37).

Flex opsiyonlar ise vadeleri bir yıldan uzun olan ve opsiyon koşulları taraflar arasında belirlendiği için tezgahüstü piyasa da işlem gören opsiyon çeşididir (Sağlam, 2017: 37).

### **Asli Değerli ve Asli Değersiz Opsiyonlar**

Alım opsiyonunda, dayanak varlığın piyasa fiyatının kullanım fiyatından yüksek olması ( $P > K$ ) opsiyonun asli değerli (karlı) opsiyon olduğunu göstermektedir (Sağlam, 2017: 37).

Satım opsiyonunda, dayanak varlığın piyasa fiyatının kullanım fiyatından düşük olması ( $P < K$ ) opsiyonun asli değerli (karlı) opsiyon olduğunu göstermektedir (Sağlam, 2017: 38).

Asli değersiz opsiyonlarda ise alım opsiyonunda  $P < K$ , satım opsiyonunda  $P > K$  olması beklenmektedir. Asli değersiz opsiyonlar zararda opsiyonlar olarak ifade edilebilir. Bu yüzden opsiyon alıcısı tarafından işleme konulmazlar (Sağlam, 2017: 38).

(P: piyasa fiyatını, K: kullanım fiyatını göstermektedir.)

### **Başabaş Opsiyonlar**

Alım ve satım opsiyonlarında, dayanak varlığın piyasa fiyatı ile opsiyonun kullanım fiyatının birbirine eşit olduğu ( $P=K$ ) durumlar başabaş opsiyonlar olarak adlandırılmaktadır (Sağlam, 2017: 38).

### **Yabancı Para Opsiyonları (Foreign Currency Options)**

İlk kez 1982 yılında Philadelphia Borsasında işlem görmeye başlamıştır. Kişisel yatırımcıların yanında şirketler ve bankalarda riskten korunmak için yabancı para opsiyonlarını kullanmaktadırlar. Bu işlem türü alıcısına belli bir fiyat üzerinden, belli bir tarihe kadar, belli bir tutardaki ve belli bir para cinsinden yabancı parayı alma veya satma hakkı veren sözleşmelerdir (Chambers, 2012: 86).

### **Faiz Opsiyonları (Interest Rate Options)**

Faiz opsiyonları; belli bir tarihe kadar, belli bir faiz üzerinden borçlanma veya borç verme hakkı tanıyan opsiyonlardır. Bu opsiyonlara faiz taşıyan menkul değerlere dayalı opsiyonlar da denmektedir. Bu opsiyon türünde LIBOR gibi değişken ve dalgalı faiz oranları kullanılmaktadır (Chambers, 2012: 87).

### **Borsa Endeks Opsiyonları (Stock Index Options)**

Bir borsa endeksini belirli bir fiyattan, belirli bir tarihe kadar satma veya alma hakkı tanıyan opsiyonlardır. Bu opsiyonlar da vade sonunda borsa endeksi teslim edilemeyeceği için satıcı tarafından opsiyondaki endeks değeri ile spot piyasadaki endeks değeri arasındaki fark kadar nakit ödeme yapılmaktadır (Yalçın vd., 2014: 264).

### **Futures Opsiyonları (Options On Futures)**

Futures opsiyonları belirli bir fiyattan alıcısına futures kontrat alma veya satma hakkı veren sözleşmelerdir. Futures üzerine yazılı bir call opsiyonu veya put opsiyonu alan yatırımcı futures fiyatla opsiyonun kullanım fiyatı arasındaki fark kadar getiri elde etmektedir (Chambers, 2012: 90).

### 1.5.1.3. Tezgahüstü Opsiyonlar

Egzotik opsiyonlar olarak da bilinen bu opsiyon işlemlerinde taraflar vadeyi, kullanım fiyatını ve opsiyon primini kendi aralarında belirlemektedirler. Borsada işlem gören opsiyonlarda olduğu gibi bir takas merkezi ve teminatlandırma sistemi olmadığı için riskleri daha yüksektir. Elden çıkarılmaları daha zordur (Yalçın vd., 2014: 256).

Asya opsiyonları, limitli opsiyonlar, lookback opsiyonlar, binary opsiyonlar ve gökkuşağı opsiyonları tezgahüstü piyasalarda işlem gören opsiyonlardır (Ceylan, 2003: 335).

### 1.5.1.4. Opsiyonların Fiyatlandırılması

Opsiyon sözleşmeleri için ödenen fiyat olan prim, opsiyonun değerini oluşturmaktadır. Bu değer gerçek değer ve zaman değerinin birleşiminden oluşmaktadır.

$$\text{opsiyonprimi} = \text{gerçekdeğer} + \text{zamandeğeri}$$

**Opsiyonun gerçek/esas değeri (Intrinsic Value)**=Opsiyon uygulandığında elde edilecek değerdir. Bu değer herhangi bir tarihteki spot fiyat ile uygulama fiyatı arasındaki farka göre belirlenmektedir (Sayılğan, 5.baskı: 515).

$$\text{opsiyonun gerçek değeri} = \text{dayanak varlığın cari fiyatı} - \text{kullanım fiyatı}$$

Opsiyonun gerçek değeri pozitif ise in the Money (parada) yani asli değerli, gerçek değer sıfır ise out of Money (para dışı) yani asli değersiz, opsiyonun kullanım fiyatı dayanak varlığın cari fiyatına eşit ise at the Money (başabaş) olarak adlandırılmaktadır (Berk, 2015: 322).

**Opsiyonun zaman değeri (Time Value veya Extrinsic Value)**= Opsiyon primi ile gerçek değer arasındaki farktır. Opsiyonun zaman değerini ise vadeye olan süre, dayanak varlığın fiyat değişkenliği ve paranın zaman değeri belirlemektedir (Berk, 2015: 322). Zaman değeri opsiyonun işlem tarihine kadar olan sürede oluşabilecek olumlu fiyat dalgalanmalarını ifade etmektedir (Chambers, 2012: 95). Belirsizlik zaman değerini pozitif yönde etkilemektedir. Asli değerli opsiyonlar hem zaman değerine hem de gerçek değere sahipken asli değersiz opsiyonlar da gerçek değer sıfır olduğu için yalnızca zaman değerine sahiptirler (Chambers, 2012: 96). Zaman değeri vade tarihi yaklaştıkça sifıra yaklaşır.

$$\text{zamandeğeri} = \text{opsiyonprimi} - \text{gerçekdeğer}$$

Opsiyonun fiyatını oluşturan zaman değeri ve gerçek değer dışında opsiyonun fiyatını oluşturan başka faktörlerde yer almaktadır. Call opsiyonlar dayanak varlığın spot fiyatı, vadeye kalan süre, risksiz faiz oranı ve dayanak varlığın spot fiyatının

dalgalanmasından etkilenmektedir (Sağlam, 2017: 39). Put opsiyonlar da sözleşmede yer alan kullanım fiyatı, vadeye kalan süre, fiyat dalgalanmaları ve temettü ödemelerinden etkilenmektedir (Sağlam, 2017: 39).

Call ve put opsiyonlarda opsiyon fiyatını (prim) etkileyen faktörler farklı yönlerde etki göstermektedir. Örneğin; call opsiyonlarda dayanak varlığın cari fiyatı artarken opsiyonun değerinde artış gözlenmektedir. Fakat put opsiyonlarda spot fiyat arttığında opsiyonun değeri azalmaktadır (Chambers, 2012: 92).

Call opsiyonlarda kullanım fiyatının artması ve kar payının dağıtımı opsiyon değerini olumsuz etkilerken faiz oranının artması opsiyon değerine olumlu yönde etki etmektedir. Bu faktörler put opsiyonda call opsiyonun tam tersi yönünde hareket etmektedir (Chambers, 2012: 95). Vade uzunluğu ve değişkenlik hem call hem de put opsiyonun değerini arttırmaktadır (Chambers, 2012: 93).

Opsiyonun değeri hesaplanırken Black & Scholes Modeli ve Binom Modeli formülasyonları kullanılmaktadır. Black & Scholes Modeli Avrupa tipi opsiyonlarda kullanılırken, Binom Modeli Amerikan tipi opsiyonlarda kullanılmaktadır (Berk, 2015: 323).

#### **1.5.1.4.1. Black & Scholes Modeli**

1973 yılında Myron Scholes, Fischer Black ve Robert Merton tarafından geliştirilmiştir. Black-Scholes formülü; yatırımcılar tarafından opsiyon değerinin hesaplanmasında ve pozisyon riskinin yönetilmesinde kullanılmaktadır. Black & Scholes Modeli Avrupa tipi, kar payı ödemeyen hisse senetleri opsiyonlarının fiyatlandırılması için geliştirilmiş, fakat model zaman içinde Amerikan tipi ve kar payı ödeyen hisse senetleri, döviz ve gelecek sözleşmeleri üzerine yazılmış opsiyonların fiyatının tespitinde de kullanılmıştır. Basit ve uygulanabilir olması modelin avantajıdır.

Opsiyon Black-Scholes formülüne göre bulunan değerden daha düşük bir değere sahipse, satın alınmalı, büyük ise satılmalıdır (Ceylan, 2003: 339).

Black-Scholes modelinin temel varsayımları şöyledir (Ceylan, 2003: 339);

- Opsiyon alım ve satımı için, işlem maliyeti ve vergi söz konusu değildir. Bu nedenle, yatırımcı, korunma oranını maliyetsiz olarak gerçekleştirmektedir.
- Kısa bir zaman içerisinde hisse senedi fiyatlarında küçük değişiklikler olmaktadır.
- Menkul kıymet fiyatları arbitraja imkan vermemektedir.
- Hisse senedi fiyatları sürekli olarak değişmektedir.

- Hisse senedi getirileri doğrusaldır (Sağlam, 2017: 39).
- Model, sadece vade sonunda işleme konabilen Avrupa tipi satın alma opsiyonu hesaplamasını içermektedir.
  - Opsiyona konu olan hisse senetleri için kar payı ödemesi söz konusu değildir.
  - Hisse senedinin kısa satışı mümkündür.
  - Kısa vadeli risksiz faiz oranından borç alıp vermek mümkündür.
  - Kısa vadeli faiz oranı bilmekte ve opsiyonun vadesi boyunca değişmemektedir.
  - Hisse senedinin riski, opsiyonun vadesi içinde değişmemektedir.
  - Hisse senetleri üzerine yazılan opsiyonlar için fiyat hesaplanmaktadır (Sağlam, 2017: 39).

Black-Scholes Fiyatlama Modeli;

C: satın alma opsiyonu cari değeri

S: hisse senedi cari fiyatı

N(d): kümülatif normal olasılıklar

K: opsiyon kullanım fiyatı

e: 2.71828 (logaritmik fonksiyonun tabanı)(ekspotansiyel bugünkü değer faktörü)

r: risksiz faiz oranı

T: opsiyonun vadesinin bitimine kadar olan süre

In: logaritma fonksiyonu

$\sigma$  = hisse senedinin riski

Call Opsiyonu (Korkmaz, 1999: 161)

$$C = SN(d_1) - Ke^{-rT}N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln(S/K) + (r + \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = \frac{\ln(S/K) + (r - \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}} \text{ veya } d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

Black-Scholes formülünde N(d<sub>1</sub>) ve N(d<sub>2</sub>) değerlerinin 1.0 e yakın olması durumunda, büyük bir olasılıkla opsiyon işleme konacaktır. Satın alma opsiyonu değeri S-Ke<sup>-rT</sup> eşit olacaktır. Eğer N(d) değerleri 0 e yakın ise opsiyon işleme konmaz (Korkmaz, 1999: 162).



Satma opsiyonunun değerini hesaplamak için satma-satın alma paritesi modeli de kullanılır. Aynı işlem fiyatına ve vadeye sahip Avrupa satın alma ve Avrupa satma opsiyonu fiyatları arasındaki ilişki; satma-satın alma paritesi olarak isimlendirilir (Ceylan, 2003: 344).

Put Opsiyonu (Ceylan, 2003: 343)

$$P = Ke^{-rT}N(-d_2) - SN(-d_1)$$

$$P = C - S + Ke^{-rT}$$

#### 1.5.1.4.2. Binom Modeli

Cox, Ross ve Rubinstein tarafından geliştirilen model karmaşık opsiyonların fiyatlamalarının hesaplanmasında kullanılmaktadır (Sağlam, 2017: 41).

Binom modelinde fiyatlar ya aşağıya ya da yukarıya hareket etmektedir. Aşağı veya yukarı hareketin ortaya çıkma olasılığı binom dağılımı tarafından belirlenmektedir (Dönmez ve Başaran, vd., 2002: 147).

Binomial model, kar payı ödemesi olan veya olmayan, Avrupa veya Amerika tipi hisse senedi satın alma ve satma opsiyonlarının fiyatlarının tespitinde kullanılır. Ayrıca borçlarla ilgili opsiyonların değerlendirilmesinde de geçerlidir. Hisse senedi fiyatlarındaki kesikli değişimlere bağlı olarak opsiyon değerini belirlemeye çalışır (Ceylan, 2003: 344).

**Modelin varsayımları;** (Dönmez ve Başaran, vd., 2002: 148)

- Amerikan tipi opsiyonları fiyatlamada kullanılmaktadır (Sağlam, 2017: 41).
- Piyasalar mükemmel işlemektedir ve rekabet söz konusudur. Hisse senetlerinin yüzdeleriyle de işlemi yapılabilir ve yatırımcılar istedikleri miktarda piyasa fiyatından, alıŖ ve satıŖ imkanına sahiptirler. Tek bir faiz oranı, R vardır ve yatırımcılar bu orandan nakit ödünç alıp verebilmektedirler.
  - Faiz oranı, fiyatların her dönem ne kadar yukarı veya ne kadar aşağı hareket edeceği bilinmektedir.
  - Yatırımcının arbitraj yapma imkanı yoktur (Chambers, 2012: 102).
  - Yatırımcının oluşturduğu portföyün değeri hakkında herhangi bir belirsizlik yoktur. Çünkü portföy risksizdir (Chambers, 2012: 102).
  - Portföy getirisi risksiz faiz oranı kadardır (Chambers, 2012: 102).
  - Hisse senetleri sahiplerine kar payı dağıtılıp dağıtılmaması önemsizdir (Sağlam, 2017: 41).

Binom modeli tek dönemlik ve birden fazla dönemlik olarak hesaplanabilmektedir. Binom modeline göre vade sonunda dayanak varlığın fiyatının ya “u” oranında artması ya da “d” oranında azalması beklenmektedir. Dayanak varlığın fiyatı “u” oranında artarsa beklenen piyasa fiyatı  $S_u = S_0(1+u)$ , eğer “d” oranında azalırsa beklenen piyasa fiyatı  $S_d = S_0(1+d)$  olmaktadır. Bunun sonucu olarak opsiyonun fiyatı  $C_u = \max[0, (S_u - E)]$  ya da  $C_d = \max[0, (S_d - E)]$  olmaktadır (Sağlam, 2017: 41).

E: kullanım fiyatı

Binomial modelde call (satın alma) opsiyonunun değeri formülü (Sağlam, 2017: 42);

$$C = \left( \frac{\left[ \left( \frac{r-d}{u-d} \right) C_u \right] + \left[ \left( 1 - \frac{r-d}{u-d} \right) C_d \right]}{1+r} \right)^n$$

$C_u$ : spot fiyat

$C_d$ : kullanım fiyatı

r: risksiz getiri oranı

d: en düşük getiri oranı

u: en yüksek getiri oranı

n: dönem

Binomial modelde call(satın alma) opsiyonunun değeri formülü (ceylan, 2003: 345);

$$C = \frac{S(1+r)(C^+ - C^-) - (S^-C^+) + (S^+C^-)}{(S^+ - S^-)(1+r)}$$

S: cari piyasa fiyatı

r: risksiz faiz oranı

$S^+$ : piyasa fiyatında beklenen artış

$S^-$ : piyasa fiyatında beklenen azalış

$C^+$ : piyasa fiyatı artması durumunda, opsiyonun değeri

$C^-$ : piyasa fiyatı düşmesi durumunda, opsiyonun değeri

Korunma oranı (H), nakit pozisyonunun değerindeki değişime karşı korunmak için satın alınacak veya satılacak opsiyon sözleşmesi sayısını ifade eden orandır.

$$H = \frac{C^+ - C^-}{S^+ - S^-} = \frac{\Delta C}{\Delta S}$$

Tek adımlı binom fiyatlama modeli ve arbitraj olmayan durumda opsiyonun değeri (Chambers, 2012: 103, Hull, 2018: 275):

$$f = e^{-rT} [pf_u + (1 - p)f_d]$$

$$p = \frac{e^{rT} - d}{u - d}$$

S: hisse senedi fiyatı

f: opsiyonun beklenen değeri

T: vade sonu

S<sub>u</sub>: hisse senedinin yukarı yönlü artışı

S<sub>d</sub>: hisse senedinin aşağı yönlü azalışı

p: olasılık

f<sub>u</sub>: hisse senedinin yukarı yönlü hareketinde sağlanan getiri

f<sub>d</sub>: hisse senedinin aşağı yönlü hareketinde sağlanan getiri

Riske duyarsız durumda opsiyonun beklenen getirisi (Chambers, 2012: 106, Hull, 2018: 277):

$$f = pf_u + (1 - p)f_d$$

$$E(S_T) = pS_u + (1 - p)S_d$$

$$E(S_T) = Se^{rT}$$

### 1.5.1.5. Opsiyon Stratejileri

Opsiyon stratejilerinin amacı piyasada beklentilerin gerçekleşmemesi halinde alınan pozisyonu başka bir pozisyon ile kapatarak zararı minimuma indirmektir (Sağlam, 2017: 43).

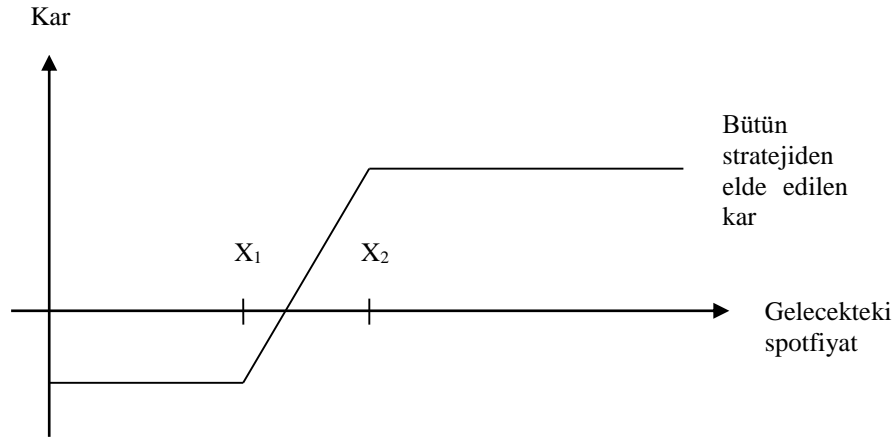
#### Bull Spread (Boğa Yayılma)

Spread stratejisi, alıcı pozisyonunda bulunan yatırımcının satıcı pozisyonu da satın almasıdır. Alım opsiyonunda yayılma stratejisi uygulayan yatırımcı kullanım fiyatları farklı iki adet alım opsiyonu için iki farklı pozisyon almaktadır. Yatırımcı dayanak varlığın piyasa fiyatının yükseleceği beklentisi içindeyse kullanım fiyatı düşük olan opsiyonu alır, kullanım fiyatı yüksek olan opsiyonu satar (Sağlam, 2017: 44).

Kullanım fiyatı yükseldikçe opsiyon primi düşmektedir. Bu yüzden satılan call opsiyonunun değeri, alınan call opsiyonun değerinden daha az olmaktadır. Elde edilen getiride opsiyon primi de dikkate alınmaktadır (Ersan, 2003: 121).

Satım opsiyonunda ise yatırımcı yine piyasa fiyatının yükseleceği beklentisi ile düşük kullanım fiyatlı satım opsiyonu alırken, yüksek kullanım fiyatlı satım opsiyonunu satmaktadır (Sağlam, 2017: 45).

Put opsiyonunda opsiyon primi dikkate alınmamaktadır (Chambers, 2012: 77).



X<sub>1</sub>: düşük kullanım fiyatı

X<sub>2</sub>: yüksek kullanım fiyatı

Şekil 5: Call ve Put Opsiyon kullanılarak yapılan boğa spread (Chambers,2012: 74- 77).

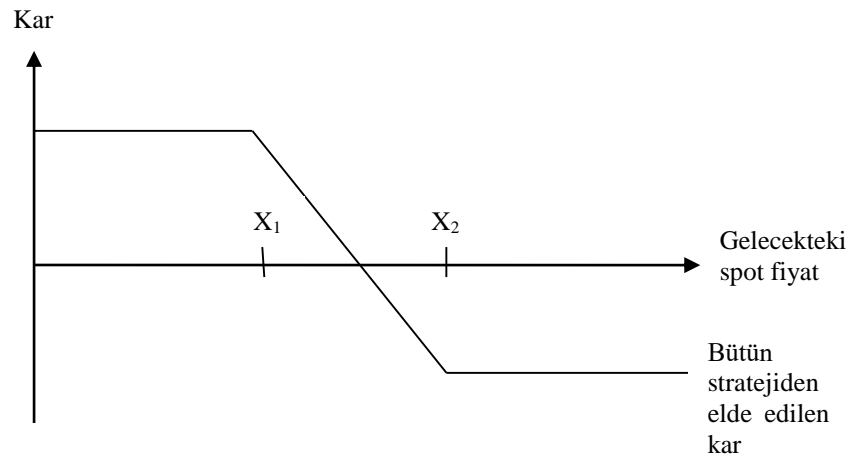
### **Bear Spread (Ayı Yayılma)**

Bu stratejide yatırımcı fiyatların düşeceği beklentisi içindedir. Yatırımcı bu stratejide alım opsiyonunda kullanım fiyatı yüksek, opsiyon primi düşük olan opsiyonu alırken, kullanım fiyatı düşük, opsiyon primi yüksek olan opsiyonu satmaktadır. Opsiyon primleri arasındaki fark ise yatırımcının karını ya da zararını oluşturmaktadır (Sağlam, 2017: 47).

Satılan call opsiyonun primi, alınan call opsiyon priminden daha yüksek olduğu için nakit girişi işlemin ilk başlangıcında gerçekleşmeye başlamaktadır (Chambers, 2012: 78).

Satım opsiyonunda ise yine aynı şekilde yatırımcı yüksek kullanım fiyatlı opsiyonu alırken, düşük kullanım fiyatlı opsiyonu satmaktadır (Sağlam, 2017: 48).

Satım opsiyonunda yüksek fiyatla alım, düşük fiyatla satım yapıldığı için başlangıçta bir sermayeye ihtiyaç duyulmaktadır (Chambers, 2012: 80).



$X_1$ : düşük kullanım fiyatı

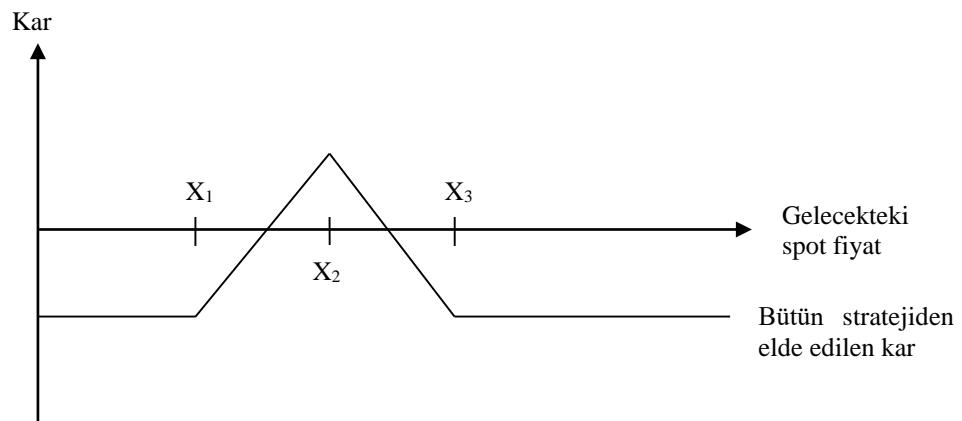
$X_2$ : yüksek kullanım fiyatı

Şekil 6: Call ve Put Opsiyon kullanılarak yapılan ayı spread (Chambers, 2012: 78- 79).

### Kelebek Spread

Yatırımcı dayanak varlığın fiyatındaki dalgalanmanın çok geniş veya dar bir bantta olacağını tahmin etmekteyse bu stratejiyi kullanmaktadır. Kelebek stratejisinde yatırımcı dört tane call veya put opsiyonuyla işlem yapmaktadır. Yatırımcı iki tane başabaş, bir tane asli değerli, bir tane de asli değersiz opsiyon olarak stratejisi oluşturmaktadır (Sağlam, 2017: 50).

Kelebek spreadinde düşük kullanım fiyatlı ve yüksek kullanım fiyatlı call veya put opsiyonu alınmakta, ortalama kullanım fiyatlı iki call veya put opsiyonun satılmasından oluşmaktadır. Kelebek spreadi ayı ve boğa spreadinin kombinasyonundan meydana gelmektedir (Chambers, 2012: 80).



Şekil 7: Call veya put opsiyonu kullanılarak yapılan kelebek spread (Chambers, 2012: 80)

### Takvim Spread

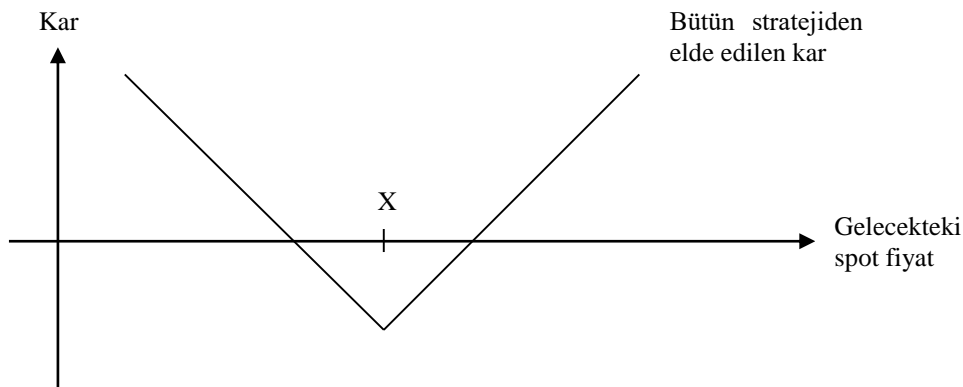
Kullanım fiyatları aynı vadeleri farklı alım opsiyonlarının kullanıldığı stratejidir. Bu stratejide opsiyon belli bir kullanım fiyatıyla kısa vadeli olarak satılıp, uzun vadeli olarak satın alınmaktadır. Böylece opsiyon primi giderek artmaktadır (Ersan, 2003: 122).

### Çapraz (Diagonal) Spread

Vadeleri ve kullanım fiyatları farklı iki opsiyondan biri alınırken diğeri satılarak oluşturulan stratejidir (Bolak, 2004: 196).

### Straddle (Pergel)

Straddle stratejisinde yatırımcı dayanak varlığın fiyatında aşağı ya da yukarı yönde dalgalanmalar olacağını beklemekte fakat dalgalanmanın hangi yönde olacağını tahmin edememektedir. Bu yüzden yatırımcı vadeleri ve kullanım fiyatları aynı olan bir call opsiyonu ile bir put opsiyonu satın alarak, fiyatların hem aşağı hem de yukarı yönlü dalgalanmalarından kendini korumaktadır (Chambers, 2012: 82).



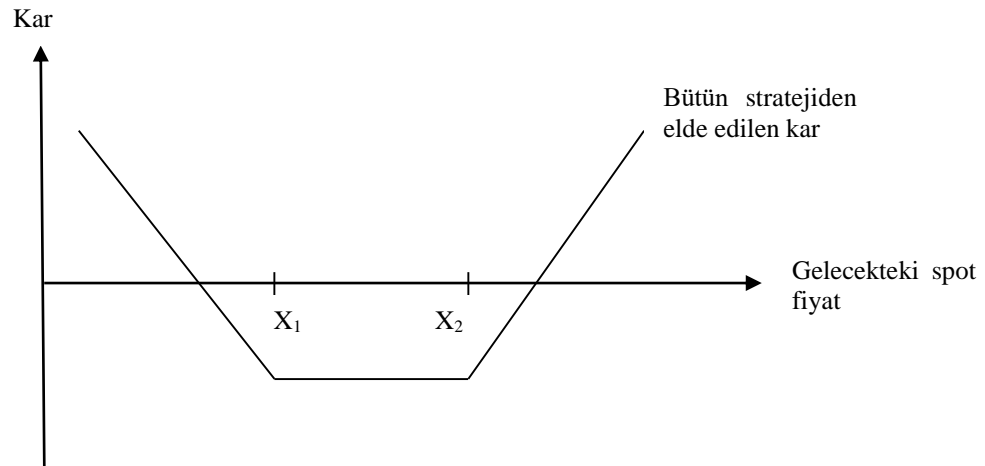
Şekil 8: Straddle (Chambers, 2012: 82)

### Straps and Strips

Kullanım fiyatları ve vadeleri aynı iki call opsiyonu ve bir put opsiyonunun alımından oluşan stratejiye strap, iki put opsiyonu ve bir call opsiyonunun alımından oluşan stratejiye strip denilmektedir. Spot piyasa fiyatlarında artış bekleniyorsa straps, düşüş bekleniyorsa strips pozisyonu kullanılmaktadır (Yalçiner vd., 2014: 290).

### Strangles (Çanak)

Kullanım fiyatları farklı, vadeleri aynı, bir call ve bir put opsiyonunun alınmasıyla oluşturulmaktadır. Strangle da fiyatlar straddle göre daha hızlı hareket etmektedir. Fiyatların hareket yönü tahmin edilememektedir (Chambers, 2012: 85).



Şekil 9: Strangle (Chambers, 2012: 85)

**Koruyucu satma opsiyonu:** opsiyon sözleşmesine konu olan varlık eldeyen, satma opsiyonu satın alarak eldeki varlığın istenilen bir fiyattan satılması olanağını elde etmek düşüncesiyle yapılmaktadır.

**Örtülü (covered) satın alma opsiyonu:** sözleşmeye konu olan varlık eldeyen, satın alma opsiyonu satmak şeklinde uygulanmaktadır. bu şekilde opsiyon primi elde edilmektedir. Bu strateji; varlığın teslim tarihindeki spot fiyatının uygulama fiyatından daha düşük olacağı beklentisi ile uygulanmaktadır.

**Örtülü (covered) satma opsiyonu:** varlık elde yokken satım opsiyonu satmak, böylece opsiyon primi elde edilirken zaten elde olmayan bir varlığın satın alınacağı bir tarihte karşı tarafın satma opsiyonunu uygulamaya koymasına durumunda varlığı satın almak şeklinde uygulanan stratejidir.

#### 1.5.1.6. Opsiyon Fiyatlarının Duyarlılığı (Hedging Parametreleri)

Opsiyon parametreleri; opsiyon priminin, farklı değişkenlere göre duyarlılığını ölçen katsayılarıdır (Sayılğan, 5.baskı: 517).

**Delta:** Opsiyon priminin dayanak varlığın fiyatındaki değişmelere olan duyarlılığıdır. Sıfır ile bir arasında bir değer almaktadır.

**Gamma:** Deltanın varlık fiyatındaki küçük değişmelere olan duyarlılığıdır. Gamma pozitif değer aldığı anda varlık fiyatı ve delta aynı yönde hareket etmektedir.

**Theta=** opsiyon priminin vadedeki değişikliklere duyarlılığıdır. Vade yaklaştıkça Theta artmaktadır.

**Vega=** opsiyon priminin endeksteeki değişmelere duyarlılığıdır.

**Rho=** opsiyon priminin faiz oranlarındaki değişmelere duyarlılığıdır.

**Lambda**= opsiyonun bağılı olduğu varlığın fiyatındaki değişkenliğin bir birim artması durumunda opsiyon fiyatında oluşabilecek değişikliği ölçer (Ceylan, 2003: 348). Lambdanın değeri sıfır ve sonuz değer arasında yer alırken, Lambda yükseldikçe opsiyon fiyatının duyarlılığı artmaktadır (Chambers, 2012: 121).

### 1.5.2. Swap (Takas) Sözleşmeleri

Takas, değiş- tokuş anlamına gelen swap işleminde faiz oranları ile döviz kurlarının oluşturduğu riskten korunmak için faiz oranları ya da anaparalar karşılıklı olarak değiştirilmektedir (Toroslu, 2000: 125).

İlk olarak Avusturya Merkez Bankası tarafından ulusal para birimi ile İngiliz Sterlininin swap edilmesiyle gerçekleştirilen işlemlerin vadeleri 3-10 yıl arasında değişmektedir (Sağlam, 2017: 54). Bu işlemler finansal kuruluşlar, acentalar, bankalar ve şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir (Chambers, 2012: 123).

Swap işleminde vade yaklaştıkça kredi riski azalır. Fakat piyasa riski vade boyunca devam etmektedir. Swap işleminde faiz oranları düşüyorsa sabit faiz ödeyen zararda değişken faiz ödeyen kardadır. Faiz oranlarının artışında bu durumun aksi söz konusudur (Kondak, 2002: 220-221).

Swap sözleşmesi yapan yatırımcılar (Toroslu, 2000: 125);

- Döviz fonlarına erişim güçlerinin farklılığı,
- Sabit faizli ve değişken faizli fon bulma zorluğu,
- Farklı para cinsinden fon bulundurma mecburiyeti,
- Belirli bir piyasada birincil borçlanma için gerekli likiditenin bulunamaması,
- Döviz kuru riski ve faiz oranı riskinden korunma,
- Düşük maliyetli finansman sağlama,
- Arbitraj ve spekülasyon,
- Bazı piyasalardaki vadelerin kısalığı nedenleriyle swap sözleşmelerine taraf olmaktadır.

Swap sözleşmeleri ters işlem, swap anlaşmasının satışı ya da swap anlaşmasının geri satın alınmasıyla sonlandırılır (Chambers, 2012: 144).

#### 1.5.2.1. Swapların temel özellikleri

Takas anlamına gelen swapın özellikleri şöyledir (Ceylan, 2003: 245);

- Swap işlemleri, farklı para birimleri arasında düzenlenebilir.



- Swap işlemlerine konu olan para tutarı 10 milyon ABD doları ile 100 milyon ABD doları arasında değişmektedir. Diğer para birimlerinde de bu tutarlara eşit miktarlarda kullanılır.

- Swap işlemleri genellikle orta vadeli. Vade 3-10 yıl arasında değişir.
- Para swap sözleşmelerinde değişken faiz olarak genellikle USD libor kullanılır.
- Komisyon oranını belirleyen etmen tarafların kredi değerliliğidir.
- Swap işlemi düzenleyici, komisyonu ile birlikte bütün masrafları swap işleminin taraflarından tahsil eder.

- Yasal düzenlemeler, tarafların ikamet ettiği devletlerin yasalarına göre düzenlenir.

### 1.5.2.2. Swap işleminin yararları

Swap işleminin yararlarını aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (Kondak, 2002: 218);

- Tarafların kredi değerliliği ve risklerin farklı düzeyde olması tarafların işlem maliyetini azaltır.

- Farklı ülkelerde bulunan tarafların vergi yasalarından ve diğer ekonomik düzenlemelerden kaçmalarına imkan tanır.

- Uluslararası finansal piyasalara girmek ve orada işlem yapmak olanağı sağlar.

- İşletmelerin aktif ve pasif varlıklarının korunmasını sağlar.

- Milletlerarası şirketler para swapı işlemlerini kullanarak borçlarını ve alacaklarını döviz kuru riskine karşı koruyabilir.

- Büyük ölçekli şirketler ve finansal kuruluşlar tarafından arbitraj ve hedge yapmak için kullanılır. Swap işlemi yapan taraflar faiz riskini başkasına aktarmış olurlar (Chambers, 2012: 124).

- Spekülasyon aracı olarak kullanılırlar.

### 1.5.2.3. Swap Türleri

Karşılıklı ödeme yükümlülüğü değişikliği olan swaplar faiz, döviz kuru, kredi riski, mal ve hisse senedi swapları olarak çeşitlendirilmektedir (Ural, 2016: 8).

#### Döviz (Para) Swap

Döviz swapı, önceden belirlenen şartlarla iki farklı anaparanın birbiriyle değiştirildiği, vade sonunda ise anaparaların tekrar takas edildiği, bir geri satın alma anlaşması olan swap işlem türüdür. Döviz swapı düşük faiz imkanı sağlamak, istenilen para cinsinden borçlanmak amaçlarıyla yapılmaktadır (Sağlam, 2017: 55).

Swap sözleşmelerinin vade sonunda anaparalar ve faizler ödenirken kullanılan swap kur şöyle hesaplanmaktadır (Sağlam, 2017: 57):

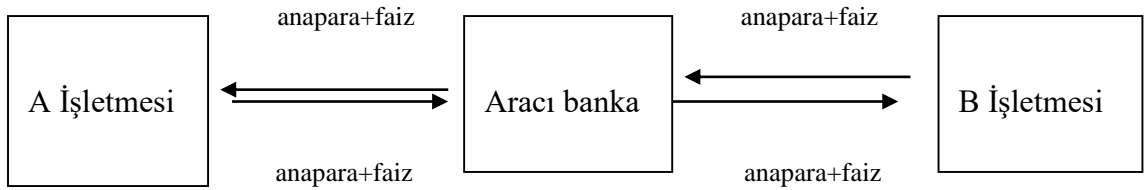
$$swapkur = \frac{S \frac{s \times i_b \times t}{360 \times 100}}{1 + \frac{i_a \times t}{360 \times 100}}$$

S: spot kur

$i_b$ : ikinci paranın yıllık faiz oranı

t: vade

$i_a$ : birinci paranın yıllık faiz oranı



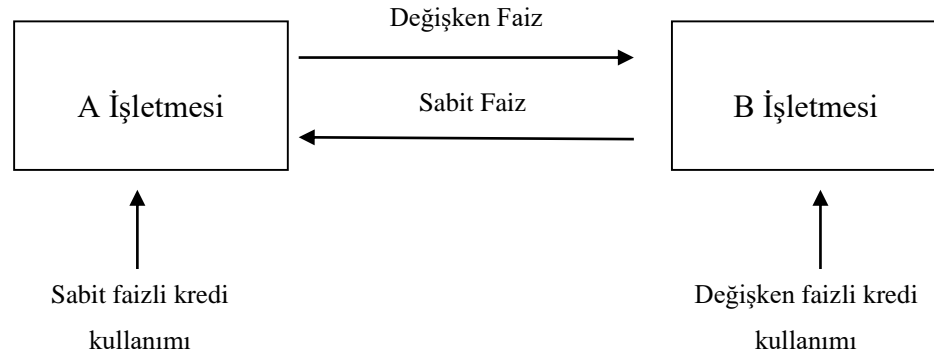
Şekil 10: Para Swapı (ceylan, 2003: 259)

### Faiz Swapı (Vanilla/ Coupon Swap)

Farklı borçlanma kaynaklarında aynı tutarda ve aynı vadede borçlanan iki tarafın, borcun anaparasını değiştirmemeleri şartıyla sadece borcun faiz yükümlülüklerinin değiştirildiği işlemlerdir (Toroslu, 2000: 128). Faiz swapı işlemleri aynı para birimleri üzerinden yapılmaktadır.

Kredi riski ve ülke riski taşıyan firmaların sabit faizle borçlanamaması, kredi değerliliği yüksek firmaların kimi zaman değişken faiz kullanmayı daha avantajlı bulması, bazı piyasalarda borçlanma vadesinin kısalığı sebebiyle kullanılmaktadırlar. Değişken faizle ve dolarla işlem yapıldığında genelde LIBOR faiz oranı kullanılmaktadır (Sağlam, 2017: 58).

Faiz swaplarında faiz oranı düştükçe sabit faiz ödeyen taraf için swap sözleşmesinin değeri düşerken değişken faiz ödeyen taraf için sözleşme değeri kazanmaktadır. Faiz oranları yükseldiğinde ise sabit faizli ve değişken faizli borçlanan taraflar için tam tersi durum gerçekleşmektedir (Chambers, 2012: 126).



Şekil 11: Faiz Swap İşlemi (Yalçın vd., 2014: 133)

#### 1.5.2.4. Swap İşlem Çeşitleri

Swap işlemleri paralel borçlar, karşılıklı borçlar, Swaption, kokteyl swapları, para ve faiz swapları olarak çeşitlilik arz etmektedir.

##### **Paralel Borçlar**

Farklı ülkelerde bulunan iki şirketin yardımcı kuruluşları aracılığıyla birbirine kendi para birimleri üzerinden borç vermeleridir. Burada dikkat edilmesi gereken borçların miktarlarının ve vadelerinin uyumlu olması gerektiğidir. Kur riskine önlem olarak faiz ödemelerinin alt ve üst sınırları belirlenmiştir. Taraflardan biri temerrüde düştüğünde bu swap sözleşme türünün bağlayıcılığı son bulmaktadır (Chambers, 2012: 136).

##### **Karşılıklı Borçlar**

Karşılıklı borçlar paralel borçlarda olduğu gibi farklı ülkelerde bulunan iki şirketin birbirine borç vermesi işlemidir. Paralel borçlardan farklı olarak şirketler birbirleriyle direkt bağlantı kurmaktadır (Chambers, 2012: 136).

##### **Swaptions**

Swap opsiyonları bir swap ile bir opsiyonun kombinasyonundan oluşmaktadır. Alıcısına swap anlaşmasını girme, anlaşmayı fesh etme ve anlaşmanın vadesini uzatma hakkı vermektedir. Call swaption alıcısına değişken faizle ödeme yapma hakkı tanırken alıcı karşı taraftan sabit faizli ödeme alabilmektedir. Put swaptionda ise alıcı sabit faizle ödeme yaparken karşı taraf değişken faizle ödeme yapmaktadır (Chambers, 2012: 139).

##### **Kokteyl Swapları**

Birden fazla swap işleminin gerçekleştirildiği anlaşmalardır. Sabit faizli A para birimi sabit faizli B para birimiyle değiştirilir. Daha sonra bu B para birimini C para birimine dönüştürerek sabit faizi değişken faize dönüştürebilmektedir (Chambers, 2012: 141).

### **Para Ve Faiz Swapları**

Farklı para birimlerindeki anaparalar ile bu anaparaların sahip olduğu sabit ya da değişken faizlerde değiştirilmektedir. Sabit faizli a para birimi ile değişken faizli b para birimi swap edildiğinde hem faizleri hem de anaparalar swap edilmektedir (Chambers, 2012: 141).

#### **1.5.3. Forward (Alivre) Sözleşmeleri;**

Alivre-vadeli işlem sözleşmeleri olarak da adlandırılır. Forward sözleşmelerinin standartları belli değildir. İki taraf karşılıklı olarak sözleşme üzerinde anlaşır. Takas garantisi olmadığı için kredi riski vardır. Avantajı alıcı ve satıcının isteğine göre vade, büyüklük gibi unsurlar serbestçe belirlenir (Ural, 2016: 8).

Forward sözleşmeleri; fiziki teslimat içerdiği için teslimat yeri ve zamanı gibi sözleşme içerikleri serbestçe belirlendiği için spekülasyon ve arbitraj imkanı kısıtlıdır. Bu yüzden tekrar satılması nadirdir (Koy, 2018: 22-23).

Forward işlemi, belirli bir miktar ve kalitedeki malı konu edinen, bu ürünlerin önceden belirlenen bir fiyat ve gelecekte belirlenen bir tarihte fiziki teslimini amaçlayan, tezgahüstü piyasalarda alım satımın gerçekleştirildiği türev piyasa işlemidir (Sağlam, 2017: 13).

Forward işleminde bir taraf kar sağlarken diğer taraf zarar etmektedir. Bu işlem çeşidini uluslararası düzeyde işlem yapan firmalar kullanmaktadır. Tezgahüstü piyasalarda işlem gördükleri için standart sözleşmeleri yoktur ve esnek yapıdadırlar. Forward sözleşmeleri yukarıda da bahsedildiği gibi fiziki teslimat gerektirir bu yüzden devredilmeleri mümkün değildir. Forward sözleşmelerinde yükümlülüğün yerine getirilmemesi durumu bir risktir. Eğer işleme aracılık eden aracılar varsa bu riski üstlenerek ortadan kaldırılabilmektedirler (Sağlam, 2017: 13).

Cari fiyat sözleşme fiyatından yüksekse alıcı kar elde eder, fiyatlar arasındaki fark “prim” olarak tanımlanır. Sözleşme fiyatı yüksek cari fiyat düşükse alıcı zarar eder ve bu durum “iskonto” olarak tanımlanmaktadır (Kondak, 2002: 206).

#### **1.5.3.1. Forward Çeşitleri**

Forward işlemleri döviz forward ve faiz forward işlemleri olarak ayrılmaktadır.

##### **Döviz Forward Sözleşmeleri**

Döviz forward sözleşmeleri; ileriki bir tarihte teslim edilecek olan dövizin, ulusal para cinsinden değerinin bugünden sabitlenmesini sağlayarak ithalatçı ve ihracatçıyı kur riskinden koruyan sözleşmelerdir (Sağlam, 2017: 14).

Forward kuru aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır (Sağlam, 2017: 14):

$$\text{Forward Kur} = \text{spot kur} \times \frac{1 + \text{faiz}_a + \frac{\text{gün sayısı (vade)}}{360}}{1 + \text{faiz}_b + \frac{\text{gün sayısı (vade)}}{360}}$$

Forward kur ve spot kurların birbirine eşit olduğu durumlara flat denmektedir. Forward kurun spot kurdan yüksek olduğu duruma Forward primi, spot kurun Forward kurdan yüksek olduğu durum ise Forward iskontosu olarak tanımlanmaktadır (Sağlam, 2017: 16).

Forward primi ya da iskontosu formülü (Chambers, 2012: 44);

$$\text{forward primi ya da iskontosu} = \frac{\text{forward kur} - \text{spot kur}}{\text{spot kur}} \times \frac{12}{n} \times 100$$

n = forward kontratın vadesine kadar olan gün sayısı

### **Faiz Forward Sözleşmeleri**

Faiz forward sözleşmeleri; belirli bir tutardaki anaparaya ileriki bir tarihte uygulanacak olan faiz oranı üzerinde anlaşma sağlanarak, faiz oranı riskinden korunmak ya da faiz oranları arasındaki farklılıklardan kar sağlamak, faiz gelirlerindeki düşüşü engellemek amacıyla forward faiz oranı belirlenerek yapılmaktadır (Sağlam, 2017: 17).

Forward faiz oranı formülü şöyledir (Sağlam, 2017: 17);

$$S = [(L - R) \times D \times A] / [(B \times 100) + (L \times D)]$$

S= Ödeme alacak tutarı

R= Sözleşmedeki faiz oranı

L= Piyasadaki faiz oranı

D= Sözleşmenin vadesine kalan gün

A= Sözleşme tutarı

B= 360 ya da 365 gün

### **1.5.3.2. Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Fiyatlandırılması**

Vadeli işlem sözleşmeleri fiyatlandırılırken dayanak varlıktan kaynaklanan bir nakit akışı ya da gelir getirisi olup olmadığı önem arz etmektedir. Bu sözleşmelerin doğru fiyatlandırılmasında yukarıdaki etkenlerde göz önünde bulundurularak farklı formülasyonlar oluşturulmuştur (Karatepe, 2000: 21).

### **Gelir Getirisi Olmayan Varlıklar Üzerine Yazılan Vadeli Sözleşmelerin Fiyatlandırılması**

Forward kontrata konu olan dayanak varlık vade boyunca hiçbir getiri sağlamamaktadır. Forward fiyat aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır (Karatepe, 2000: 21).

$$F = Se^{rT}$$

F: forward kontratın fiyatı

S: spot fiyat

r: risksiz faiz oranı

T: vade

### **Bilinen Bir Nakit Akışı Sağlayan Varlıklar Üzerine Yazılan Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Fiyatlandırılması**

Forward kontrata konu olan dayanak varlık vade boyunca belli bir nakit akışı (kar payı vb.) sağlıyorsa bu nakit akışları kontratın fiyatının doğru hesaplanabilmesi için hesaplamaya dahil edilmektedir. Forward fiyat aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır (Karatepe, 2000: 23).

$$S = Fe^{-rT} + I_1e^{-r_1T_1} + I_2e^{-r_2T_2}$$

$Fe^{-rT}$ : forward kontratın bugünkü değeri

I: nakit akışı

r: faiz oranı

### **Bilinen Bir Getirisi Olan Varlıklar Üzerine Yazılan Forward Kontratların Fiyatlandırılması**

Döviz ya da faiz getirisi içeren bir dayanak varlık üzerine yazılan forward kontratlarda bu getiri risksiz faiz oranından indirilerek hesaplama yapılmaktadır (Karatepe, 2000: 26).

$$F = Se^{(r-q)T}$$

#### **1.5.4. Futures (Vadeli Gelecek) Sözleşmeler**

Standart miktarı ve kalitesi vardır. Taraflara alış ya da satış yükümlülüğü getirir. Borsada işlem görür. Vadesi, teminatı, büyüklüğü, işlem kriterleri bellidir (Ural, 2016: 8).

Futures sözleşmelerinde vade tarihi gelmeden, sözleşmeler başka bir yatırımcıya satılabilmektedir (Sağlam, 2017: 26).

Futures sözleşmeleri, organize olmuş borsalarda işlem gören yani standartlaşmış bir sözleşmesi, ürün miktarı ve kalitesi olan, ileriki bir tarihte bugünden belirlenen bir fiyattan alma satma yükümlülüğü getiren sözleşmelerdir. Bu sözleşmelerde borsanın öngördüğü ürün ve standartlar dışında işlem yapılamamaktadır. İşlem yapmak isteyen yatırımcı başlangıç teminatını takas kurumuna ödemek zorundadır. Kar ve zarar günlük olarak belirlenmektedir (Sağlam, 2017: 19).

Futures borsalarda işlemleri futures komisyoncuları (commission brokers) ve seans işlemcileri (floor traders, locals) gerçekleştirmektedirler. Futures komisyoncuları komisyon karşılığında müşterilerin alım satım emirlerini yerine getirirler. Seans işlemcileri de belirlenmiş bir fiyattan futures sözleşmesini kendi hesabına alıp, bu sözleşmeyi daha yüksek fiyattan satmaktadırlar (Chambers, 2012: 8).

Yukarıda da belirtildiği gibi futures sözleşmelerinin tutarları ve miktarı standarttır. Bu özelliğinden dolayı tutarlar yüksek olduğu için büyük yatırımlarda kullanılmaktadır (Chambers, 2012: 8).

Futures kontratlarda dayanak varlığın teslimi çok nadir gözlemlenmektedir. Pozisyonlar genellikle tarih ve sayıları aynı, fiyatları farklı kontratların karşıt işlemlerle alınıp satılmasıyla yapılmaktadır (Chambers, 2012: 8).

Futures sözleşmelerinin borsalar tarafından belirlenen günlük fiyat limitleri vardır. Sözleşmenin fiyatı bu belirlenen limitin altındaysa fiyatı düşen kontrat, sözleşmenin fiyatı bu limitin üstündeyse fiyatı artan kontrat olarak adlandırılmaktadır. Sözleşmenin fiyatı belirlenen fiyat limitinin altında veya üstünde olması işlemin durdurulmasına neden olmaktadır. İşlemin durdurulması büyük fiyat değişimlerini önlemekte ve bunun sonucu olarak spekülasyonu engellemektedir. Aynı zamanda bu durum manipülasyonu da önleyerek haksız kazanç sağlanmamasını sağlamaktadır (Chambers, 2012: 9).

Futures işlemlerinde sözleşme, nakit ödeme, fiziksel ödeme ve ofset/ters işlem (Alıcı konumunda olan yatırımcının başka bir sözleşmede satıcı pozisyonuna geçmesiyle işlem sonlanmış olur.) ile sonlandırılmaktadır (Sağlam, 2017: 27).

Futures piyasalarda işlem gören sözleşmelerin belli vade ayları (şubat, nisan, haziran, ağustos, ekim, aralık) vardır (Sağlam, 2017: 19). Bu aylar borsa tarafından belirlenmektedir. Sözleşmeler teslim ayı içinde herhangi bir günde teslim edilebilmektedir. Teslim işlemi üç günde gerçekleştirilmekte ve son teslim gününden iki gün önce başlamaktadır. Niyet bildirim gününde futures kontratı alan taraf ve satan

taraflar teslim için takas odasına bildirimde bulunmaktadırlar. Teslimin bildiriminin ertesi gününe pozisyon günü denir ve takas odası teslim yapacağına dair alıcı tarafı bilgilendirir. Üçüncü günde ise alıcı ödemede bulunarak sözleşmeyi almaktadır (Chambers, 2012: 10).

Futures piyasalar da alım satımın yapıldığı yere trading pit denmektedir. Burada alım satım işlemi yüksek sesle bağırma (open outcry) ile gerçekleşmektedir. Her üye için bir koltuk (seat) bulunmaktadır. İşlem yapmak isteyen yatırımcı koltuğu kiralamalı ya da satın almalıdır. Koltuk fiyatları ise borsadaki işlem hacmine ve kontrat sayısına göre belirlenmektedir (Chambers, 2012: 12).

Futures piyasalardaki işlemlerde marjin sistemine göre ödemelerin günlük olarak yapılmasına “marking to market” denmektedir (Ersan, 2003: 10). Futures sözleşmesinin fiyatı hesaplanırken finansman, depolama, sigorta giderlerini de içeren taşıma maliyeti de göz önünde bulundurulmalıdır (Ersan, 2003: 14).

Futures komisyoncuları “Emtia Futures İşlem Komisyonunun” (Commodity Futures Trading Commission- CFTC) denetimi altındadır. Futures komisyoncuları müşterilerin alım satım emirlerini para karşılığında yerine getiren yetkili kişi ya da kurumlardır. Bu kurumların yetkilendirdiği brokerların ise para alma yetkisi yoktur ve bunlara “introducing broker” denmektedir. İşlemleri yerine getirme görevi bu brokerlara aittir (Ersan, 2003: 19).

Bir futures sözleşmesinin alım süreci şöyle işlemektedir:

Borsaya üye kuruma talimat verilir. Emri veren, emri teyit eder. Emirler “pit”lerde işlem görürler. Takas föyü hazırlanır ve yerine getirilen emir üye kurum ve emri veren tarafından doğrulanır. Takas odasına başlangıç marjı ödenir (Ersan, 2003: 26).

Borsa emirleri; Pazar alım emri, MIT emri, limitli satış emri, satış stop emri, stop limit emri ve emir kombinasyonları (“doldur ya da öldür” (FOK/full or kill), hızlı emir (quick order), “hemen ya da iptal” (immediate or cancel), FIK emri, açılışta ve kapanışta uygulanan emir, özel zamanlı emir, straddle emir, switch emir) olarak çeşitlenmektedir (Ersan, 2003: 27).

#### **1.5.4.1. Takas Odası**

Takas odası (clearing house), alıcı ile satıcı arasında aracılık yapan, bağımsız bir kuruluş olan, üyeleri yatırımcılar ve firmalardan oluşan, ödenmeme riskini üstlenerek piyasaya güven ve akışkanlık kazandıran bir kurumdur. Alıcı ve satıcı takas odasıyla anlaşma yapar. Bu anlaşmanın yapılabilmesi için borsada bir marj hesabının bulunması zorunludur. Alım satım işlemi takas odası gerçekleştirmektedir. Takas odası aynı



zamanda kazanç ve kayıpları günlük olarak takip ederek marj sınırını korumaktadır. (Chambers, 2012: 12). Takas odası aynı zamanda başlangıç ve sürdürme marjını belirlemek, kontratların teslim edilerek işlemlerin kapatılmasını kontrol altında tutar ve bu teslim sürecinin yönetilmesi gibi önemli işlemlere de sahiptir (Ersan, 2003: 26).

#### **1.5.4.2. Futures Sözleşmelerinde Teminatlandırma**

Futures sözleşmesi yapacak olan yatırımcılar borsaya üye bir kurum aracılığıyla hesap açmak ve takas kurumuna başlangıç teminatı yatırmak zorundadırlar. Yatırımcı sürdürme teminatı olarak bilinen hesabındaki yatırım tutarının düşebileceği alt sınır olan başlangıç teminatının %75'ini muhafaza etmek zorundadır. Eğer bu tutarı koruyamazsa takas kurumu teminat tamamlama çağrısına çıkmakta ve yatırımcıdan yatırımını başlangıç teminatına yükseltmesini istemektedir (Sağlam, 2017: 22).

Kar ve zararın günlük belirlenmesi ve teminatlandırma sistemleriyle tarafların yükümlülüklerini yerine getirmeme riski ile temerrüde düşme riski ortadan kalkmış olmaktadır (Sağlam, 2017: 25).

Borsa takas hesabının sürdürme marjının altına inmesi durumunda para yatırılması gerekmektedir. Fakat hesapta fazlalık oluşmuşsa bu para çekilebilir (Ersan, 2003: 49).

#### **1.5.4.3. Futures Sözleşme Türleri**

Futures sözleşme türleri kontrata konu olan dayanak varlıklardan oluşmaktadır. Genellikle borsa endeksleri, döviz kurları, faiz oranları, hisse senetleri ve kıymetli maden gibi dayanak varlıklar futures sözleşmelerine konu olmaktadır.

##### **1.5.4.3.1. Borsa Endeksi Futures Sözleşmeleri**

Belli bir borsa endeksinin fiyatının bugünden belirlenerek ileriki bir tarihte alınıp satılması işlemidir. Bu future sözleşme türünde dayanak varlık fiziki teslimata uygun olmadığı için vade sonunda ödeme her zaman nakit olarak yapılmaktadır (Ceylan, 2003: 414). Vade sonunda sözleşme fiyatı, endeks değerinden sözleşmenin kullanım fiyatının çıkartılmasıyla hesaplanmaktadır. Hesaplanan fiyat pozitif ise kısa pozisyonda olan taraf ödeme yaparken, sonuç negatif ise uzun pozisyonda olan taraf ödeme yapmaktadır (Apak ve Uyar, 2011: 41).

##### **1.5.4.3.2. Döviz Futures Sözleşmeleri**

Belli bir dövizin başka bir döviz ile ileriki bir tarihte bugünden belirlenmiş kur üzerinden tesliminin gerçekleştirileceği standart döviz tutarlarını içeren sözleşmelerdir (Ceylan, 2003: 412). Bu sözleşmelerin temel amacı yatırımcıyı döviz kurunda meydana

gelebilecek dalgalanmalardan korumaktır. Daha çok pound, dolar, yen, frank, peso, real, rand, ruble ve euro gibi para birimleri üzerine yapılmaktadır (Apak ve Uyar, 2011: 45).

#### **1.5.4.3.3. Faiz Futures Sözleşmeleri**

Faiz getirisi sağlayan araçların ileriki bir tarihte teslimi gerçekleştirilmek üzere bugünden belirlenen bir faiz oranı üzerinden değiştirilmesi işlemidir. Bu işlemin temel amacı mali riskten korunmaktır. Bu sözleşme türüne Eurocurrency mevduat hesapları ya da sabit faiz getirisi sağlayan menkul kıymetler konu olmaktadır. Fiyat değişimleri her future sözleşmesinde olduğu gibi günlük olarak hesaplanmaktadır (Apak ve Uyar, 2011: 47).

#### **1.5.4.3.4. Hisse Senedi, Petrol ve Mal Futures Sözleşmeleri**

Hisse senedi futures sözleşmeleri hisse senedinin değerinde, ileride meydana gelebilecek, sistematik olmayan risklerden kaynaklanan dalgalanmalardan korunmak için yapılmaktadırlar (Apak ve Uyar, 2011: 47).

Petrol futures sözleşmeleri petrol fiyatlarındaki aşırı yükseliş ve düşüşlerden korunmak için yapılmaktadır. Sözleşmeye petrol, bezin, kalorifer yakıtı, propan gibi petrol türevleri konu olmaktadır. Sözleşmede petrol türünün özellikleri ayrıntılı olarak belirtilmelidir. En ünlü petrol futures borsası Newyork Ticaret Borsasıdır (Apak ve Uyar, 2011: 48).

Mal futures sözleşmelerine ise tarım ürünleri, enerji ve kıymetli madenler konu olmaktadır. Bu ürünler üzerine futures kontrat yapılmasının en temel nedeni ürünlerin mevsimsel olması, kullanım alanlarının çokluğuna rağmen ürünün az bulunmasıdır (Apak ve Uyar, 2011: 49).

#### **1.5.4.4. Futures Sözleşmelerinde Emir Türleri**

Yatırımcı borsaya üye kuruluş aracılığıyla hesap açtırdıktan sonra üye kuruluşa işlemler için talimat verir ve üye kuruluş yatırımcıdan aldığı talimatı teyit eder. Yatırımcının verebileceği talimat çeşitleri şöyledir (Sağlam, 2017: 26-27);

- Kalanı Pasife Yaz: İşlemin tamamının gerçekleşmemesi durumunda kalan bakiye limit emir olarak yazılmaktadır.
- Gerçekleşmezse İptal Et: Emrin tamamının gerçekleşmemesi durumunda işlem iptal edilmektedir.
- Kalanı İptal Et: İşlemin tamamı gerçekleşmezse, gerçekleşmeyen işlem tutarı iptal edilmektedir.

- Şarta Bağlı Emir: İşlemin gerçekleşmesi işlem fiyatının belli bir tutarın altında kalmasına veya üstüne çıkmasına bağlanmaktadır.

- Hepsi Veya Hiçbiri: Bu emir türünde en fazla altı emir verilmekte bu emirlerden bir tanesinin aynı seansta gerçekleşmemesi tüm işlemin iptaline neden olmaktadır.

- Biri Diğerini İptal Eder: Emirlerden birinin gerçekleşmemesi diğer emrinde iptaline sebep olmaktadır.

#### **1.5.4.5. Futures Sözleşmelerinin Avantaj Ve Dezavantajları**

Futures işlemlerinin sağladığı avantaj ve dezavantajlar şu şekildedir (Sağlam, 2017: 28);

- Futures sözleşmelerinde işlem hacmi yükseldikçe fiyatlara dış müdahaleler zorlaşmaktadır.

- Futures sözleşmeler yatırımcıları spot piyasadaki olası dalgalanmalara karşı korumakta ve yatırımcıya gelecekteki fiyatlar hakkında fikir vermektedir.

- Futures sözleşmelerin takas kurumları tarafından başlangıç marjı ile garanti altına alınması ödenmeme riskini bertaraf etmektedir.

- Türev piyasalar sayesinde emtiaların tüm dünyada fiyatlandırması birbirine yakın olmaktadır.

- Futures kontratlar işlem görme çabukluğu ve akışkanlığa sahiptir. Futures kontratlar kolayca el değiştirebilmekte ve fiyatı değişmeden büyük tutarlarda işlem yapılabilmektedir (Chambers, 2012: 6).

- Futures kontrat satımı gerçekleştiren yatırımcı dayanak varlığı elinde tutmak zorunda değildir (Chambers, 2012: 6).

#### **1.5.5. Risk Sermayesi (Venture Capital)**

Girişim sermayesi olarak da bilinen risk sermayesi küçük ve orta boy işletmeleri finanse eden sistemdir. Daha çok teknolojik yatırımların ticari kar amacı güderek desteklendiği uzun süreli yatırım biçimidir (Berk, 2015: 231). Risk sermayesi bir özkaynak yatırımdır. (Toroslu, 2000: 115). Çünkü risk sermayedarı girişimci şirket ile anlaşarak şirketten pay alır. Yatırımcının girişimci şirketten aldığı paya “curried interest” denir.

Küçük ve orta boy işletmelerin verimli fakat riskli teknolojik girişimleri, dinamik ve yaratıcı bireysel girişimcilerin yeni fikirleri desteklenir. Projenin ar-ge süreci başarıyla devam ederse, risk sermayedarının yatırım biçimi şirketin tüm pay senetlerini satın almak (doğrudan risk sermayesi) ya da projenin çıktılarıyla yeni projeleri finanse etmek şeklinde

gelişebilir (Berk, 2015: 232). Yatırımcı girişimciye direkt yatırım yapabileceği gibi bir risk sermayesi aracı kurumu ile yatırımını gerçekleştirebilmektedir. Bu risk sermayesi aracı kurumunun fon kaynaklarını bağımsız risk sermayesi ortaklıkları, şirketlerin risk sermayesi bağlı kuruluşları, iş geliştirme şirketleri, KOBİ yatırım şirketleri, ar-ge ortaklıkları, özelleşmiş fonlar, risk sermayesi devlet fonları, teknolojiye yönelmiş girişimcilerin teknik yaratıcılıklarının gelişmesi amacıyla ortaya çıkmış üniversite bağlantılı kuvözler ve özel sektör kuvözleri, banka ilişkili fonlar, emeklilik fonları, sigorta şirketleri, yatırım kuruluşları oluşturmaktadır (Yalçiner vd., 2014: 101- 102).

Risk sermayesi, bilinen mal ve hizmetleri üreten şirketlerin çekiciliği kaybetmesi, sermaye piyasalarının gelişmesi, vergi konusunda sağlanan avantajlar, teknoloji yatırımlarının sağladığı yüksek getiri, hızlanan teknoloji yarışı gibi nedenlerle yatırımcılara daha cazip gelmeye başlamıştır (Yalçiner vd., 2014: 91).

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları firmaları vadeli işlem sözleşmelerine taraf olamaz, altın ve kıymetli madenlere yatırım yapamazlar (Berk, 2015: 232). Ortaklığının yüzde onu geçtiği, yönetim kurulu üyeleri ve genel müdürlerin yüzde ondan fazla hisse sahibi olduğu firmalara yatırım yapamazlar (Berk, 2015: 233).

#### **1.5.5.1. Risk Sermayesinin Ortaya Çıkışı**

Risk sermayesinin kökeni Asurlulara kadar dayanmaktadır. Risk sermayesine Asurlular'da "Naruqqum", Bizans'da "Chreokoinonio", Roma'da "Roman Sea Loan", Museviler'de "Isqa", Avrupa'da "Commenda", Cenova'da "Karati" olarak adlandırılmıştır (Yalçiner vd., 2014: 89, Toroslu, 2000: 115).

İspanya Kraliçesi Isabella ve Kristof Kolomb arasındaki sözleşme risk sermayesi olarak bilinmektedir. Kraliçe gezi için sermayedar olurken Kolomb ise girişimci tarafı oluşturmuştur (Yalçiner vd., 2014: 89). Ortaçağda tractator adı verilen denizciler stan adı verilen sermayedarlar tarafından finanse edilmiştir (Toroslu, 2000: 115).

Modelin ilk kurumsal örneği 1946 yılında ABD'de kurulan "American Research and Development of Boston" dır. Bunu 1953 yılında Small Business Administration (SBA)'nın kuruluşu izlemiştir. Daha sonra 1958'de Small Business Investment Companies (SBIC) ve 1983'de Avrupa Risk Sermayesi Birliği (European Venture Capital Association) risk sermayesinin gelişimi için kurulmuşlardır (Yalçiner vd., 2014: 89- 90).

Türkiye'de risk sermayesi sistemi adına ilk çalışma 1984 yılında kurulan Geliştirme ve Destekleme Fonu olmuştur. Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi'nce işlemleri yürütülen bu fonun araştırma ve geliştirme çalışmalarının ihtiyaç alanlarına

yöneltmesinde, bilim ve teknoloji dalında geliştirilen yeni fikir ve buluşların ekonomiye aktarılmasını sağlayıcı projelerin desteklenmesinde kullanılması amaçlanmıştır (Kaya, 2001: 28). Sermaye Piyasası Kurulu'nun, 06.07.1993 tarih ve 21629 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren, Seri: VIII, No: 21 sayılı "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile, risk sermayesi Türkiye'de ilk defa yasal düzenlemeye kavuşmuştur (Kuğu, 2004: 150). Bu tebliğden sonra 1996 yılında kurulan Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A. Ş., Türkiye'de kurulan ilk risk sermayesi şirkettir (Kuğu, 2004: 151). Bunu 2001 yılında Koç Holding bünyesindeki yeni girişim araştırma ve uygulama birimi tarafından risk sermayesi finansmanı ile Biletix Bilet ve Organizasyon Hizmetleri A.Ş. takip etmiştir (Kuğu, 2004: 152).

Günümüzde ise basit usuldeki risk sermayesi Egede tütün yetiştiriciliğinde kullanılmaktadır. Tütün yetiştiricisi girişimci tarafken toprak sahibi sermayedar olmaktadır. Mahsulün satışından sonra kar daha önce anlaşılan tutarlarda bölüşülmektedir (Toroslu, 2000: 116).

#### **1.5.5.2. Risk Sermayesinin Özellikleri**

- İslami yatırım araçlarından Mudaraba ve Muşaraka fon toplama yöntemine benzemektedir (Yalçiner vd., 2014: 89).
- Yeni buluş ve teknolojik gelişmeleri finanse etmekte kullanılır (Toroslu, 2000: 115).
- Uzun vadeli bir yatırımdır. Vadesi 7-10 yıl arasında değişmektedir (Toroslu, 2000: 115- 118).
- Küçük ve orta ölçekli yeni kurulmuş, hızlı büyüyen, yüksek gelişme potansiyeline sahip, rekabet üstünlüğü sağlayabilecek firmalara ya da girişimcilere yatırım yapılmaktadır (Toroslu, 2000: 116).
- Risk sermayesi yatırımının getirisi uzun dönemde ortaya çıkmaktadır (Toroslu, 2000: 116).
- Yüksek kazanç hedeflenmektedir (Toroslu, 2000: 117).
- Yatırımcı hem girişimciye rehberlik etmek için hem de riski azaltmak adına yönetimde söz sahibidir (Toroslu, 2000: 117).
- Risk sermayesi ülkenin sanayileşme sürecine katkı sağlayarak istihdamı arttırmaktadır (Apak ve Uyar, 2011: 190).

- Risk sermayedarı tarafından desteklenen iş fikrinin kazanca dönüşme garantisi olmaması ve geçmişe ait mali tablo, finansal veri gibi bilgilerin yokluğu risk sermayesini riskli yatırımlar kategorisine sokmaktadır (Ceylan, 2003: 154, Apak ve Uyar, 2011: 190).

- Risk sermayesinde risk sermayedarı şirket kuruluşuna aktif olarak katılmaktadır (Apak ve Uyar, 2011: 190).

- Risk sermayedarları bireysel ve kurumsal olarak ikiye ayrılırlar. Bireysel risk sermayedarlarına macera girişimcisi ya da melek yatırımcıda denmektedir. Bireysel ve kurumsal risk sermayedarı arasındaki fark ise kurumsal risk sermayedarının birçok projeye yatırım yaparak riski dağıtmasıdır (Apak ve Uyar, 2011: 191).

- Risk sermayesi girişimciyi faiz ödeme, teminat gibi yükümlülüklerden kurtarmaktadır (Apak ve Uyar, 2011: 192).

### **1.5.5.3. Risk Sermayesinin Finanslama Aşamaları**

Risk sermayesinin aşamaları çekirdek, başlangıç, erken aşama, büyüme, geç aşama ve yatırımdan çıkış sürecini takip etmektedir.

#### **1.5.5.3.1. Çekirdek Sermayesi Ya Da Proje Aşaması Finansmanı (Seed Capital)**

İşletmenin kuruluşu henüz gerçekleştirilmemiştir. Proje henüz tohum finansmanı olarak da bilinen iş fikri aşamasındadır. Projenin detayları netleşmediği için bu aşamada risk sermayedarı bulmak zordur ve bu aşamadaki projeler genelde desteklenmemektedir (Yalçın vd., 2014: 95).

Çekirdek sermayesinde iki türlü seçenek söz konusudur. Birincisi, girişimcinin payını bozmadan, büyük çoğunluğu borçlardan oluşan bir finansman paketi kullanmak, ikincisi ise, borçlanma oranını en düşük düzeyde tutarak dışarıdan yeni ortak kabul etmektir.

#### **1.5.5.3.2. Başlangıç Sermayesi (Start-Up Capital)**

Girişimci firmasını kurmuştur fakat ticari yönü zayıf olduğu için ürünün geliştirilmesinde ve pazarlamasında sermayeye ihtiyacı vardır. Başlangıç sermayesinde girişimci sermaye yerine borçla da finanse edilebilmektedir. Vadesi 6-8 yıl arasında değişmektedir. Yatırımcının yönetsel bilgisine ihtiyaç duyulmaktadır. Bu seviyedeki firmaların büyük çoğunluğunun battığı işletme ömrü devam eden geri kalanlarında yeterli kar sağlayamadığı bilinmektedir. Bu yüzden bunlara yaşayan ölüler “living dead” denmektedir (Yalçın vd., 2014: 96). Başlangıç aşamasındaki girişimlerin yatırım

miktarı daha yüksek olduğu için daha risklidirler. Girişimcilerin birçoğu daha önce sektörde çalışmış deneyimli kişilerden oluşmaktadır (Apak ve Uyar, 2011: 197).

#### **1.5.5.3.3. Erken Aşama Finansmanı (Early Stage Finance) ve Geçit Finansmanı (Gate Finance)**

Bu aşama ürünün ar-gesinin bittiği fakat satış ve pazarlama eksik olduğu için tekrar sermayeye ihtiyaç duyulan aşamadır. Vadesi 4-6 yıl arasındadır. Satış hasılatı çok düşük ve net nakit akışı negatiftir (Yalçiner, 2014: 96).

Erken aşama risk sermayesi olan geçit finansmanında daha önceki sermaye bittiğinden üretimin devam edebilmesi için ek sermaye yatırımına gereksinim duyulmaktadır (Apak ve Uyar, 2011: 198).

#### **1.5.5.3.4. Gelişme Büyüme Sermayesi (Expansion/Development Capital)**

Girişimci firma ürettiği ürününü pazara sunmuş, büyümek ve gelişmek için yeni ürün ve pazar arayışı içerisine girmiştir. Girişimci firma bu büyüme ve gelişmeyi iki şekilde sağlayabilir. Yeni ürün, yeni pazar, yeni fabrikalarla oluşan organik büyüme ya da mevcut bir işletmenin satın alınmasıyla oluşan ele geçirme yoluyla büyüme gerçekleştirilebilir (Yalçiner vd., 2014: 96- 97, Apak ve Uyar, 2011: 198).

#### **1.5.5.3.5. Geç Aşama Finansmanı (Later Stage)**

Girişimci şirketin piyasada tanınırlığı artmış ve şirket kara geçmiştir. Aşağıdaki finansman şekillerinden birisi şirketin finansman durumuna göre bu aşamada uygulanmaktadır.

#### **Köprü Finansmanı Ve Ara Finansman (Bridge Finance And Mezanine Finance)**

Köprü finansmanı şirketin hisse senetleri borsada satışa çıkıncaya kadar yapılan risk sermayesi desteğidir. Varantlı tahviller aracılığıyla yapılmaktadır. Ara finansman ise bir köprü finansmanı biçimi olup vadesi 2 yıldan azdır. Yüksek faizli tahvil ve ayrıcalıklı pay senetleri aracılığıyla yapılmaktadır (Yalçiner vd., 2014: 97).

#### **Yerine Koyma Sermayesi (Replacement Capital)**

Girişimci şirketin hisse senetlerinin bir kısmının satın alınması şeklinde gerçekleştirilen işlemlerdir. Girişimcinin borsaya kote olmak istememesi, ortaklar arasında çıkan anlaşmazlıklar gibi sebeplerle bu işlem gerçekleştirilmektedir (Apak ve Uyar, 2011: 199).

### Şirket Kurtarma Finansmanı

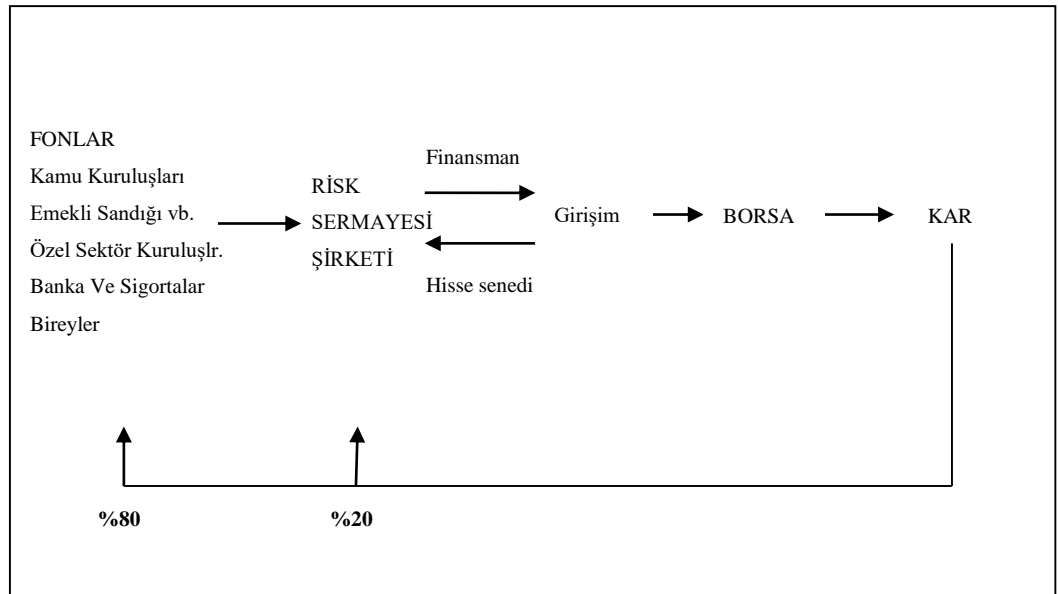
Kar elde edemeyen girişimci firmayı yeniden yapılandırmak için kullanılan yöntemdir. Bu yöntemde kredi alma olanakları araştırılır. Yönetim değiştirilir. Firma bu yöntemle başarıya ulaştığında aynı sektördeki büyük bir şirkete satılmaktadır (Apak ve Uyar, 2011: 200).

### Yönetimin Şirketi Alması

Bu satın alma şekli şirket yöneticilerinin, üçüncü kişilerin, başka bir şirketin yöneticilerinin ya da çalışanların girişimci şirketin pay senetlerini satın alması şeklinde gerçekleştirilmektedir.

### 1.5.5.3.6. Yatırımdan Çıkış

Risk sermayesi sürecinin son aşamasıdır. Teknolojik ürün tamamlanmış, şirket belli bir büyüklüğe ulaşmış ve şirketin hisse senetleri değer kazanmıştır. Bu yüzden risk sermayedarı şirketi başka bir şirkete satabilir. Girişimci şirket kendi pay senetlerini piyasadan satın alabilir. Girişimci şirket başka bir risk sermayedarına satılabilir, tasfiye edilebilir ya da halka açılabilir (Apak ve Uyar, 2011: 201).



Şekil 12: Risk Sermayesinin İşleyişi

### 1.5.5.4. Risk Sermayesinin İşleyişi

Risk sermayedarı kamu kuruluşları, emekli sandığı, banka gibi fon kaynaklarını da kullanarak girişimciyi destekler. Bu sürecin ilk aşamasında girişimciden projenin özetini içeren finansman ihtiyacının miktarı, işi ve piyasayı tarif eden açıklamalar,



finansal projeksiyonlar, gerçekçi bir plan tarihi, proje ekibi, sermaye gereksinimi ve yatırım riskini de içeren bir iş planı hazırlamalıdır (İpekten, 2010: 392).

Fakat risk sermayesi kuruluşu girişimcinin deneyimini iş planından daha çok önemsemektedir. Bu yüzden girişimcinin yönetsel yeteneklere sahip olup olmadığını, niteliklerini, liderlik becerilerini de incelemektedir (Yalçiner vd., 2014: 94).

Girişimcinin finanse edilemeyeceği değerlendirilirken projenin uygulamaya elverişli olup olmadığını, noksan, hatalı, zayıf taraflarının bulunup bulunmadığını ürüne duyulabilecek talep, bununla ilgili endüstri kolunun seyri, bu alandaki rakipler, projenin pazarlanabilirliği, alternatif ürünler ve risk sermayedarının hisse payının ne olacağı konusunda görüşmeler yapılmaktadır (İpekten, 2010: 392).

Son aşama olarak da girişimcinin projesi başarıyla sonuçlanırsa risk sermayesinde projeyi finanse etme aşamasını bitiren yatırımcı risk sermayesinin değerini ve şirketten alacağı hisse oranını şu formüllerle hesaplamaktadır (Ceylan, 2003: 160):

Yatırımın Elden Çıkarılma Değeri= Beklenen Fiyat/Kazanç Oranı × Net Kar

**Vergi öncesi risk sermayesi geliri**

$$= \frac{\text{yatırım çarpanı} - \text{sermaye kazanç vergi oranı}}{1 - \text{sermaye kazancına uygulanan vergi oranı}} \times \text{risk sermayesi tutarı}$$

**risk sermayesi karşılığı hisse oranı**

$$= \frac{\text{yatırım çarpanı} - \text{sermaye kazanç vergi oranı}}{1 - \text{sermaye kazancına uygulanan vergi oranı}} \times \frac{\text{risk sermayesi yatırım tutarı}}{\text{fiyat kazanç çarpanı} \times \text{net kar}} \times [1 + \text{halka açılma oranı}]$$

### 1.5.6. Varant

İngilizce kelime anlamı “garanti” olarak tanımlanan Varantlar (Warrant), hisse senedine dönüştürülebilen ve belirli sayıda ve belirli fiyattan hisse senedini satın alma opsiyonu tanıyan sözleşmelerdir (Berk, 2015: 302). Başka bir kaynaktaki tanıma göre ise varantlar “elinde bulunduran kişiye, dayanak varlığı ya da göstergiyi önceden belirlenen bir fiyattan belirli bir tarihte veya belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren ve bu hakkın kaydı teslimat ya da nakit uzlaşısı ile kullanıldığı menkul kıymet niteliğindeki sermaye piyasası aracıdır.” (Türkmen, 2012: 3, Sakarya, 2014: 6).

Varantlar yapılandırılmış ve menkul kıymetleştirilmiş opsiyon özelliği olan ürünlerdir. Opsiyonda olduğu gibi dayanak varlığın kendisini değil, alım satım hakkı satın alınmaktadır (Türkmen, 2012: 3). Yani varantı satın alarak doğrudan hisse senedi alınmış sayılmamaktadır. Bu yüzden kar payı alma, şirket yönetimine katılma, rüçhan hakkı, oy

hakkı, tasfiye bakiyesine katılma hakkı, bilgi alma hakkı gibi hisse senedinin sağladığı haklar varant yatırımında söz konusu değildir (Türkmen, 2012: 6, Gündoğdu, 2012: 59).

Varantlar genelde tahvil ve hisse senedi ile beraber ihraç edilmektedir. Şirketler bazen özkaynak artırımını yaparken doğrudan sermaye artırımını ya da tahvil ihracı yolunu seçmeyip varantla finansmanı tercih etmektedir. Özkaynak artırımını sonucunda şirket değerini arttırabilirse hisse senedinin fiyatı artacağı için varant satılır. Fakat şirket değer kazanamazsa hisse senedinin fiyatı düşeceği için varant satılamamaktadır (Türkmen, 2012: 4-5). Şirketler ihraç ettikleri varantların kullanım fiyatlarını geçici ya da kalıcı olarak arttırıp azaltabilirler. Bu duruma “varantı tatlandırmak” denmektedir. (Türkmen, 2012: 4). Varant ihraççısının merkezi kayıt kuruluşuna kayıtlı olması gerekmektedir. Varantların vadesi üç ay ile beş yıl arasındadır (Berk, 2015: 302).

Hisse senedi fiyatı varantın kullanım fiyatını aşarsa yatırımcı fiyat farkından doğan kardan faydalanmaktadır (Berk, 2015: 302). Ayrılabilir varantlar ilgili olduğu tahvilden ayrı satılabilirken, ayrılamaz varantlar tahville beraber satılmaktadır. Varant alıcısını cezbeden şey, dayanak varlığı piyasadan daha ucuza elde edebilecek olmasıdır. Varantı ihraç eden şirket bu durumda kullanım fiyatından hisse senedini ya da tahvili satmak zorundadır. Böyle bir durumda ayrılabilir varanta sahip olan yatırımcı kazanç elde etmek için hisse senedini satarken tahvilden getiri elde etmeye devam etmektedir. (Türkmen, 2012: 5).

Varantın değeri aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$VD = (P_h - P_w) \times N$$

varantın değeri = (hisse senedinin cari fiyatı – varantın kullanım fiyatı)

× (varantın kullanımı ile edinilen hisse sayısı)

Türkiye’de varanta konu olan dayanak varlık veya gösterge, Seri: 3 No: 37 “Aracı Kuruluş Varantlarının Kurul Kaydına Alınmasına Ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği” nin 3. Maddesine göre BİST 30 endeksinde işlem gören hisse senedi veya hisse senedi sepetinden seçilmektedir. Eğer Sermaye Piyasası Kurulu uygun görürse konvertibl döviz, endeks, kıymetli maden ve emtia varanta dayanak varlık oluşturabilir (Türkmen, 2012: 11).

Varant ile ilgili kavramlar aşağıdaki gibidir:

Varant dönüşümü, varantın işleme konulmasıdır. İhraççı tarafından dönüşümün kaydı mi yoksa nakdi mi olacağı belirlenir (Türkmen, 2012: 11). Kaydı dönüşüm, alım varantlarında varant sahibinin, ihraççıya sözleşmede yer alan fiyatı ödemesi ve dayanak varlığı kayden teslim alması işlemidir. Nakdi dönüşüm ise, satım varantlarında işlem

kaydi gerçekleştirildikten sonra varant sahibinin dayanak varlığı ihraççıya satarak dayanak varlığın bedelini alması işlemidir (Sakarya, 2014: 15).

Dönüşüm oranı, bir adet varantla ne kadar hisse senedi alınabileceğinin ya da bir hisse senedinin ne kadar varantla alınabileceğinin göstergesidir (Sakarya, 2014: 15).

Ayarlama rasyosu (gearing), dayanak varlığın fiyatı ile varant fiyatının oranıdır (Türkmen, 2012: 11).

Delta, varantın fiyatındaki değişimle dayanak varlığın fiyatındaki değişimin oranıdır. Alım varantlarında 0 ile 1 arasındayken, satım varantlarında 0 ile -1 arasındadır (Sakarya, 2014: 18).

Etkin ayarlama (kaldıraç göstergesi), varantın ayarlama rasyosu ile deltanın çarpından bulunmaktadır. Dayanak varlıkta meydana gelen %1'lik değişimin varanta yansımaları göstermektedir (Türkmen, 2012: 12).

Tarihsel oynaklıkta, geçmişte oluşan fiyatların geleceğe yansımaları beklenmektedir. Oynaklık, geçmişteki belli bir periyot baz alınarak hesaplanır. Örtük/beklenen oynaklık ise varantın cari piyasada gördüğü işlemlere göre hesaplanır (Sakarya, 2014: 19).

#### **1.5.6.1. Varantın Özellikleri**

Alım opsiyonlarına benzeyen varantlar aşağıdaki özellikleri taşımaktadır (Öz ve Akdağ, 2010: 3-4; Türkmen, 2012: 8-9; Sakarya, 2014: 12-20-21);

- Sermaye piyasalarının ülke ekonomisine katkısını arttırmaktadır.
- Varantlar kaldıraç etkisine sahiptir.
- Borsaya kote edilir ve pazar açılır.
- İkinci el piyasada işlem görür.
- Takası diğer menkul kıymetler gibi yapılır.
- İhraççının sermaye temin etmek amacı ile ihraç edeceği bir ürün değildir.
- Tamamen ihraççının şahsi sorumluluğu altındadır.
- Varantı satın alan yatırımcı yükümlülük değil, hak satın almış durumdadır.
- Vade tarihine göre Avrupa ve Amerikan tipi varantlar işlem görebilir.
- Aynı hisse senedi, aynı sepet ya da aynı IMKB endeksi için birden fazla varant ihraççısı olabilir.

• İhraççısı, dayanak varlığı, vadesi, işleme koyma fiyatı, türü(call-put) aynı olan varantlar aynı sırada işlem görür. Belirtilen hususların birindeki farklılık, ayrı sıra

açılmasını gerektirir. Her bir ISIN (uluslararası menkul kıymet tanımlama kodu) bir sıra açılmasını gerektirir.

- Varantı ihraç eden şirket açısından piyasa yapıcılığı ve riskten korunma sağlarlar.

- Varantların fiyatı önceden bellidir.

- Sağladıkları haklar açısından alım varantı ve satım varantı olarak ayrılırlar.

- Belli bir vade tarihi içerisinde kullanılabilirler.

- Yatırımcılar varantlarda sadece uzun pozisyon alabilirler. Yatırımcılar uzun pozisyonda olduğu için yükümlülük altına girmezler. Bu yüzden teminatlandırma sistemi yoktur.

- Nakit uzlaşması ve kaydi teslimat ile işlemler gerçekleşir.

- Dönüşüm oranları vardır.

- Opsiyonlarda olduğu gibi varantlarda da prim ödenmektedir.

- Varant işleminin taraflarını, varantı satın alan yatırımcı, varantı ihraç eden banka veya aracı kurum olan İhraççı, ihraççının ödeme yükümlülüğünü yerine getirememesi halinde ödem sorumluluğu üstlenen garantör, varant piyasalarının sağlıklı işlemesinden sorumlu olan aracı kurum olan piyasa yapıcısı oluşturmaktadır.

- Varantlarda kurumlar arası virman yapılabilir.

- Varantlar ödünç veya açığa satış işlemlerine, kredili işlemlere konu olamazlar.

- Vade bittiğinde değersizleşirler.

- İtibari değerleri 1 Kuruş'tan aşağı olamaz.

#### **1.5.6.2. Varantın Ortaya Çıkışı**

Varantlar ilk olarak 1911 yılında ABD'de American Lights and Energy Company tarafından yapılmıştır. Fakat borsada ilk kez işlem görmesi 1930 yılında New York Borsası'nda gerçekleşmiştir. 1970'lerde İngiltere ve Hong Kong'da, 1980'lerde Japonya'da, 1990'larda Tayvan, Çin, Malezya, Avustralya, Endonezya'da ilk varant işlemleri gerçekleştirilmiştir (Sakarya, 2014: 5-6).

Türkiye'de ise Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Ortaklık Varantlarının Kurul Kaydına Alınmasına Ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği", daha sonra da "Aracı Kuruluş Varantlarının Kurul Kaydına Alınmasına Ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği" ile yasal düzenlemeler yapılmıştır. (Sakarya, 2014: 6). 13 ağustos 2010 tarihinde de Deutsche Bank ve Garanti Bankası Türkiye'nin ilk varant ihracını gerçekleştirmişlerdir (Türkmen, 2012: 107).

### **1.5.6.3. Varant Türleri**

Varantlar ihraççılar açısından, işlem amaçları açısından, yatırım amaçları açısından ve taksitli varantlar olarak gruplara ayrılmaktadır.

#### **1.5.6.3.1. İhraççıları Açısından Varantlar**

Varantlar ihraç edenlere göre sınıflandırıldığında bu kapsamda aracı kuruluşlar tarafından çıkarılan ve ortaklık varantları olarak ayrılmaktadırlar.

##### **Aracı Kuruluş Varantları**

Finansal varantlar olarak da bilinen aracı kuruluş varantları tahvil veya hisse senedi ile birlikte ihraç edilme zorunluluğu olmayan, genelde finansal aracı kurumlar tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarıdır. Kaldıraç etkisinden faydalanarak kazanç sağlamak ve riskini sınırlamak isteyen yatırımcılar tarafından kullanılmaktadır (Türkmen, 2012: 47).

Yatırımcıya geniş bir ürün yelpazesi sunarak, portföyün genişletilmesini sağlar. Limitsiz kazanç limitli kayıp (prim) sunar. Kaldıraç etkisi ortaklık varantlarında daha yüksektir (Türkmen, 2012: 48).

##### **Ortaklık Varantları**

Geleneksel varantlar olarak da bilinen ortaklık varantları borsaya kote olmuş şirketler tarafından ve bu şirketlerin hisseleri üzerinden ihraç edilmektedir. Ortaklık varantlarının tek başına ihracı mümkün değildir. Bu yüzden bir menkul kıymet ile beraber ihraç edilirler (Sakarya, 2014: 46). Vade sonunda kullanılabilir. Borsada işlem görmesi zorunludur. Dayanak varlık hisse senedi olduğunda sermaye artırımı yoluyla ihraç edilir. Borsada işlem gördüğü için varant işlemlerinin kamuya açıklanması zorunludur (Türkmen, 2012: 55).

Ortaklık varantlarında tek bir kullanım fiyatı vardır. Aracı kurum varantlarında ise kullanım fiyatı koşullara göre farklılık göstermektedir. Ortaklık varantları dayanak varlığı sadece alma hakkı verirken aracı kurum varantları hem alma hem satma hakkı vermektedir (Türkmen, 2012: 59).

#### **1.5.6.3.2. İşlem Amaçları Açısından Varantlar**

Varant işleminin konusu dikkate alındığında varantlar, hisse senedi, endeks, döviz ve emtia varantları olarak sınıflandırılmaktadır.

##### **Hisse Senedi Varantları**

Bu varant türünde varant işleminde dayanak varlığı borsada işlem gören hisse senedi oluşturmaktadır. Avrupa ya da Amerika tipi alım opsiyonu gibi işlem görmektedir.

Fiyatlamasında opsiyon değerlendirme modeli kullanılır. Varantın kullanım fiyatı dayanak varlığın fiyatına yakındır. Vadeleri 3 ile 12 ay arasında değişmektedir. Vade sonunda varant kullanılırsa fiziki teslimat gerektirir (Sakarya, 2014: 48).

Hisse senedi varantları her ne kadar alım opsiyonuna benzesede bazı yönleriyle alım opsiyonundan ayrılmaktadır. Alım opsiyonunun nakit akışı, firmanın yatırım kaldıracını ve hisse senedi sayısını etkilemez (Türkmen, 2012: 19).

#### **Endeks Varantları**

Dayanak varlık endeksten oluşmaktadır. Hisse netlerinin performansına dayanır. Kullanım fiyatı yerine kullanım seviyesi endeks puanı kullanılır. Vade sonunda ödeme nakit olarak yapılır. Vadeleri 2 ile 4 yıl arasında değişmektedir. Kısa vadeli ve yüksek hacimli varantlardır (Sakarya, 2014: 53). BİST'te işlem gördüğü için endeks varantların kredi riskini takas odası üstlenmez (Türkmen, 2012: 24).

#### **Döviz Varantları**

Yabancı para karşılığında yerel para değiştirilmektedir. Döviz kuruna endekslidir. İşlem nakdi takas ile sonlandırılır. Döviz riskinden korur (Sakarya, 2014: 57). Döviz varantlarında, varantların dayanak varlıkları için ek kur riski olduğu, kur dalgalanmaları nedeniyle ulusal paranın değer kaybedebileceği, devletlerin sermaye piyasasına müdahale riski, vergi düzenlemeleri gibi etkenlerin risk unsuru oluşturabileceği belirtilmiştir (Türkmen, 2012: 28).

#### **Emtia Varantları**

Küçük yatırımcılar tarafından kullanılır. Dayanak varlığı altın, gümüş, platin vb. emtialar oluşturur. Nakliye ve depolama gibi ek maliyetleri vardır (Sakarya, 2014: 57). Emtia varantları içinde en çok kullanılan tür altın varantlarıdır. Altın varantları çoğunlukla İsviçre, Amerika, Japonya gibi ülkelerde yapılmaktadır. Vadeleri 1 yıl ile 18 ay arasında değişmektedir (Türkmen, 2012: 33).

#### **1.5.6.3.3. Yatırım Amaçları Açısından Varantlar**

Varantlar yatırım amacıyla kullanıldıklarında gelir sağlama amaçlı ve farklı yatırım araçlarının oluşturduğu portföyü kullanan yapılandırılmış finansal ürünler olarak ayrılmaktadırlar.

#### **Gelir Sağlama Amaçlı Varantlar**

Uzun dönemli, genelde 10 yıllık varantlardır. Tek bir hisse senedi olabileceği gibi hisse senedi portföyünden de oluşabilirler. Gelir sağlama amaçlı varant alan

yatırımcıların beklentisi alacakları kar payının faiz gelirlerinden yüksek olmasıdır. Kar payı ödendikçe kullanım fiyatı azalır hatta sıfır bile olabilir (Sakarya, 2014: 59).

### **Yapılandırılmış Finansal Ürünler**

Yapılandırılmış finansal ürünler hisse senedi portföyü, opsiyon, endeks, emtia gibi farklı ürün bileşenlerinin birlikte dayanak varlığı oluşturduğu yatırım stratejileridir. Yapılandırılmış finansal ürünlerin kullanım amacı gelir yaratmak, sermayeyi korumak ya da sermayeyi arttırmaktır (Sakarya, 2014: 60). Yapılandırılmış ürünler kısa vadeli, düşük maliyetli ve kaldıraç özelliğinin bulunduğu kaldıraçlı ürünler, uzun vadeli getiri sağlayan korumalı ve gelir getiren özelliği bulunan yatırım ürünleri olarak ikiye ayrılmaktadır (Türkmen, 2012: 37).

#### **1.5.6.3.4. Taksitli Varantlar**

İşlem amaçlı ve yatırım amaçlı varantların ortasında yer almaktadır. Bazı yatırımcılar uzun dönemli yatırım aracı olarak görürken bazı yatırımcılar ise kısa dönemli yatırım aracı olarak kabul etmektedir. Taksitli varantlarda ödeme iki taksitle yapılmaktadır. İlk taksit hemen ödenirken ikinci taksit vade sonunda ödenmektedir. Bu kısma zaman değerinden dolayı faiz işlemektedir. Buda ikinci taksitle ödenecek kullanım fiyatına yansımaktadır (Türkmen, 2012: 29).

#### **1.5.6.4. Varantların Avantajları Ve Dezavantajları**

Varantların içerdiği avantajlar ve dezavantajlar şöyle sıralanmaktadır (Berk, 2015: 303);

- Borç ve özkaynak oranını dengeler
- Tahvilin düşük faizle ihracını sağlar
- Tahvil ve hisse senedinin likiditesini artırır.
- Hisse senetlerinin fiyatlarında manipülasyona sebep olabilir.
- İşletmenin sermaye veriminin azalmasına neden olur.
- Ekonomik dalgalanmaların yarattığı risklerin ortadan kaldırılmasına yardımcı olarak spot piyasada meydana gelebilecek fiyat değişimlerine karşı koruma sağlar (Türkmen, 2012: 95).

- Kazanç sınırsızken, kayıp önceden de ödenen prim sayesinde sınırlandırılmıştır (Türkmen, 2012: 95).

- Hem düşen hem de yükselen piyasalarda kazanç elde etme imkanı sağlar (Türkmen, 2012: 96).

- Piyasa faktörleri sebebiyle zarar edilebilme ihtimali vardır (Türkmen, 2012: 96).

- Kaldıraç etkisinden dolayı yüksek kar edilebileceği gibi yüksek zararda edilebilir (Türkmen, 2012: 97).
- İhraçcının yükümlülüğünü yerine getirmemesi durumunda takas kurumu ve teminatlandırma sistemi olmadığı için bir garanti yoktur (Türkmen, 2012: 97).
- Vadeleri sınırlı olduğu için vade tarihleri içerisinde beklenen kar elde edilemeyebilir (Türkmen, 2012: 97).
- Şirket devri varantları olumsuz etkilemektedir (Türkmen, 2012: 98).



### 1.5.7. Türev Araçlar Arasındaki Farklar

Tablo 2: Türev Araçlar Arasındaki Farklar (Sağlam, 2017: 20, Ural, 2016: 9)

Temel özellikler	Forward	Futures	Opsiyon	Swap	Risk Sermayesi	Varant
<b>İşlem yeri</b>	Tezgahüstü piyasa işlemleridir. Kişiler aralarında anlaşılır veya banka aracılığı yapar.	Organize piyasada işlem görür.	Hem organize hem tezgahüstü piyasada işlem görürler.	Tezgahüstü piyasa işlemleridir. Kişiler aralarında anlaşılır veya banka aracılığı yapar.	Tezgahüstü piyasa işlemleridir.	Tezgahüstü piyasa işlemleridir. Menkul kıymet borsalarında işlem görürler.
<b>Kullanıcısı</b>	Büyük miktarda işlemlerde kullanılır.	Küçük işletmeler kullanırlar.	Büyük miktarda işlemlerde kullanılır.	Büyük miktarda işlemlerde kullanılır.	Küçük ve orta boyuttaki teknoloji şirketlerini geliştirmede kullanılır.	Borsaya kote olmuş şirketler ve aracı kurumlar işlem yapar.
<b>Sözleşme</b>	Sözleşmeler standart değildir.	Sözleşmeler standarttır.	Sözleşmeler standarttır.	Sözleşmeler standart değildir.	Sözleşmeler standart değildir.	Menkul kıymet
<b>Vade</b>	Vade standart değildir.	Vade standarttır.	Vade standarttır.	Vade standart değildir.	Vade 7-10 yıl arasında değişmektedir.	Vade 2- 5 yıl arasındadır. Standartı yoktur.
<b>Takas Odası</b>	Takas odası olmadığı için teminat sistemi yoktur.	Takas odası vardır.	Takas odası vardır.	Takas odası olmadığı için teminat sistemi yoktur.	Teminatlandırma yoktur. Marjin hesabı yoktur. Takas odası yoktur.	Teminatlandırma yoktur. Marjin hesabı yoktur. Takas odası yoktur.
<b>Kaldıraç</b>	Kaldıraç etkisi yoktur.	Kaldıraç etkisi vardır.	Kaldıraç etkisi vardır.	Kaldıraç etkisi yoktur.	Genelde teknolojik yatırımlar olduğu için yüksek kar beklenir.	Kaldıraç etkisi vardır.
<b>Teminatlandırma</b>	Teminat sistemi yoktur.	Her iki tarafında Teminat yatırması zorunludur.	Sadece satıcı teminat yatırır.	Teminat sistemi yoktur.	Risk sermayedarı şirketin yönetiminde yer alarak riski azaltmaya çalışır.	Sadece ihraççı vardır. Kısa pozisyon alınmaz. Sadece uzun pozisyon alınabilir.

## İKİNCİ BÖLÜM

### İSLAMİ FİNANSAL ARAÇLAR

İslami finans sektöründe son yıllarda yaşanan büyüme yatırımcıların dikkatini bu araçlar üzerinde odaklamıştır. 2008 krizinin meydana gelmesi ve bu krizden İslami finans sisteminin daha az etkilenmesi araştırmacıları bu alana yönlendirmiştir. İslami finansal araçlar, geleneksel finansal araçlara riskten korunma açısından bir alternatif oluşturmuştur. (Yanpar, 2015: 21). Bunun sebebi de türev araçlar riskin taraflar arasında dağıtımı için ortaya çıkmış olsa da zamanla işleyişleri riskin alım satımına dönüşerek amacından uzaklaşmasıdır (Yanpar, 2015: 70).

İslami finansın işleyişi geleneksel finansta da olduğu gibi fon arz edenler ile fon talep edenleri bir araya getirmektir. Bu finansal sistemin temel farkı ise sistemin İslam hukuk kurallarına göre işlemesidir (Yanpar, 2015: 40). Bu yüzden Fon arz edenler ile fon talep edenleri bir araya getirirken geleneksel bankaların dışında bir kurum ihtiyacı duyulmuştur. İslam hukukuna uygun fon toplayan kurumlar katılım bankası olarak adlandırılmıştır. Katılım bankaları diğer bankalar gibi SPK' nın verdiği yetki belgesi ile kurulmaktadır. Fakat mevduat toplamaları yasaktır (Özsoy, 2012: 34).

#### 2.1. İslami Yatırım Araçlarının Ortaya Çıkışı

İslami yatırım araçlarının ortaya çıkışı çok da eskilere dayanmamaktadır. 1950'lerde Hintli ve Pakistanlı bilim insanlarının iktisat ile İslami değerleri birleştirme çabalarıyla önem kazanmıştır. 1963'de Mısır'da Mit Gamr İslami Bankasının kurulmasıyla resmîyet kazanmıştır. 1975'de İslam Ekonomik İşbirliğine gidilmesi ve sermayenin İslam dünyasının yararına sunulabilmesi için İslami Kalkınma Bankası kurulmuş ve böylece İslami Finansın gelişimi ortaya çıkmıştır (Can, 2015: 111).

#### 2.2. Katılım Bankacılığı

Katılım bankacılığı borç veren ile borç alan arasında risk paylaşımı sağlar. Klasik bankacılıkta olduğu gibi tüm riski borç alana yüklememektedir (Özsoy, 2012: 115).

Katılım bankacılığının üç tür uygulama modeli vardır (Özsoy, 2012: 74).

- Salt katılım bankacılığı
- Katılım bankacılığı penceresi
- Geleneksel bankanın ortak olduğu katılım bankacılığı

Katılım bankacılığı fikri 1955 yılında Pakistanlı Muhammed Uzeyr tarafından sunulmuştur. Katılım bankacılığının bilinirliği ve ürün gelişimi zaman içinde oluşmuştur. 1960 yılında İslami finans sadece orta doğu ve körfez ülkelerinde bilinirken mevcut

ürünler ihtiyacı karşılayamamaktaydı. 1970 yılında ihtiyaçları karşılayabilmek için yeni ürünler oluşturulmuş ve ticari bankacılık hizmetlerine başlanmıştır. 1975 yılında İslami Kalkınma bankası ve Dubai İslam Bankası kurulmuştur (Özsoy, 2012: 65). 1980'li yıllarda İslami finansın coğrafi alanı Asya-Pasifik bölgesine doğru genişlemeye başlamıştır. Katılım bankaları bireysel bankacılık ve ticari bankacılık hizmetlerinin yanı sıra proje finansmanı, Tekafül, emtia finansmanı gibi alanlarda hizmet vermeye başlamıştır. 1990 yılında (AAOIFI) İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe ve Denetim Organizasyonu, 2002'de İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB) ve 2006'da Avrupa İslami Yatırım Bankası (EIIB) kurulmuştur. Bu kuruluşların artışıyla beraber Avrupa ve Amerika bölgelerinde İslami finansın bilinirliği artmıştır. İslami finansal araçlara, Sukuk, leasing, İcare, faizsiz menkul kıymetlendirme gibi yeni ürünler katılmıştır (Özsoy, 2012: 66-67).

Uluslar arası katılım bankacılığı örgütleri; AAOIFI, IFSB, MASB, CIBAFI, IDB, IIFM, IIRA dır (Özsoy, 2012: 76). AAOIFI'nın merkezi Bahreyn'dedir. Geleneksel bankaların muhasebe standardizasyonunu sağlayan IFRS gibi katılım bankalarının standardizasyonun sağlamak için kurulmuştur (Özsoy, 2012: 78).

Türkiye'de katılım bankacılığının temelleri 1983 yılında 7506 sayılı KHK ile atılmıştır. Katılım bankaları bu KHK' ya dayanılarak Başbakanlığın denetimi altında "özel finans kurumları" adı ile kurulmuşlardır. Bu bankaların işleyiş esaslarını belirleme görevi ise Merkez Bankasına verilmiştir. Katılım Bankalarının bu esaslarının tamamlanmasını takiben 1985 yılında ilk katılım bankaları olan Albaraka Türk ve Faisal Finans kurulmuştur. Bu bankaların kuruluşlarını Kuveyt Türk, Anadolu Finans Kurumu, İhlas Finans Kurumu, Asya Finans Kurumu gibi katılım bankaları izlemiştir. Katılım bankalarının Bankalar Kanununa tabi olması 1999 yılında gerçekleşmiştir. 2005 yılına kadar özel finans kurumu olarak adlandırılan katılım bankaları, 2001 yılında İhlas Finans Kurumunun faaliyetlerinin durdurulması ve ruhsatının iptali ile kendilerine duyulan güveni kaybetmiştir (Özsoy, 2012: 83-84).

### **2.3. İslami Finans Ve İslami Finansal Araç Kavramı**

İslami finans faizi reddeden sistemdir. Bu İslami Finansın en önemli özelliğidir. Son yarım yüzyılda ortaya çıkmıştır. Kar- zarar birlikteliğidir (Can, 2015: 61).

İslam ekonomisinde faiz oranlarının yerini kar oranları almaktadır. Para politikasını kar oranları belirlerken geleneksel finansal sistemde faiz oranları belirlemektedir (Orman vd., 1987: 86).

İslam iktisadının temel üretim faktörü emektir.Sermayenin atıl durmaması, üretime katılması ve sürekli akışın sağlanması üzerine kurulmuştur (Orman vd., 1987: 88). İslam para politikasını belirleyen temel faktör iktisadi istikrar ihtiyacıdır (Orman vd., 1987: 89). İslami finans ve İslam finansal araçlar İslam hukukuna göre işlemektedir.

#### **2.4. İslam Hukuku**

İslam hukukunun temel kaynağı Kuran, hadis, sünnet, icma, kıyas ve içtihadan oluşmaktadır. İcma, Kuranda hakkında hüküm bulunmayan konular için din alimlerinin uzlaşmasıdır. Kıyas, yine Kuranda hakkında hüküm bulunmayan konular için benzer bir şey ile karşılaştırma yapmaktır. İctihat ise konu hakkında bir din aliminin ya da hukukçusunun görüş sunması olarak tanımlanmaktadır. İslam hukuku kaynaklarının sınırlı olması İslam hukukçularının birbirinden farklı yorumlamalarına ve İslam hukuk ekollerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur (Yanpar, 2015: 44, Alrifai, 2017: 148).

Bu ekollerin İslami Finansın temel yasakları hakkında ortak paydada bulunduğu nokta İslami finansal işlemlerin şeriatın yasaklarına uyması gerektiği, Riba ve Gharar gibi yasaklardan uzak durması gerektiğidir. Mesela kumar da şeriata aykırıdır. Bir kumar işletmesi İslami finansal araçlarla finanse edilemez (Shanmugam ve Zahari, 2009: 1).

Faize konu (ribevi) mallar kendi cinsleriyle takas edildiğinde şu şartları taşıması gerekir;

- Hulul= alım satım akdi yapılırken mallar hazır olmalı
- Mümaselet= bedellerin eşit olduğunun bilinmesi
- Tekabüz= alım satım yapılan yerden ayrılmadan malların teslim ve tesellümünün tamamlanması

Eğer ribevi mallar kendi türü dışındaki bir türle takas ediliyorsa hulul ve tekabüz özelliği aranmaktadır (Orman vd., 1987: 135).

İslam hukukunda bir sözleşmenin geçerli olabilmesi için icap ve kabulün olması gerekir. Yani sözleşmenin iki taraf olması gerekmektedir. Tek taraflı vaat edilen şeyler sözleşme kabul edilmez. Sözleşme konusunun şeriata uygun olması, açıkça belirtilmiş olması, hizmet veya varlığın gerçekten var olması, sözleşme konusu varlığa sahip olunması ve varlığın teslim edilebilecek durumda olması esastır. Sözleşme yapan tarafların hür iradeleriyle zorlama ya da baskı olmadan sözleşme yapmaları gerekir. Aynı zamanda sözleşmenin para ya da mal olarak karşılığının olması gerekmektedir (Yanpar, 2015: 78).

### 2.4.1. Faiz

Faiz, paranın zaman değeri karşılığındaki bir getiridir. Faizi reddetmek tüm kredi olanaklarını reddetmektir (Can, 2015: 49). Faiz, beklemenin fiyatıdır. Bir maliyettir. Beklemenin maliyeti olarak tanımlanmaktadır (Can, 2015: 50). Faiz yatırımın verimliliğidir ve paranın fiyatı ya da kirası, bir para politikasıdır (Can, 2015: 49). Faiz, tasarruftan ve tüketimden vazgeçmenin bedeli, kredi mekanizmasının temel unsuru olarak tanımlanmaktadır (Orman vd., 1987: 64).

Eflatun faizi ahlaka aykırı bulmuştur. İdeal toplumda yokluk veya zenginlik olmaması gerektiğini ve paranın bir araç olması gerektiğini vurgulamıştır. Aristo da parayı kısır bir tavuğa benzetmiş ve paranın yavrulayamayacağını söylemiş, paranın bir servet veya kazanç yaratamayacağını iddia ederek faize karşı çıkmıştır (Orman vd., 1987: 91-92). 13. Yy yaşayan din adamı Saint Thomas d'aquin faizin meşru ve gayrimeşru ilan edilebileceği koşulları incelemiştir. Hemen tüketilen şeylerden faiz alınmaması gerektiğini bunun yanı sıra dayanıklı şeylerden faiz alınması gerektiği belirtmiştir. Aynı zamanda borç alan tarafın borcunu öderken teşekkür ödemesi niteliğinde fazla ödeme yapması gerektiğini ve bunun faiz olmayacağını vurgulamıştır (Orman vd., 1987: 93-94). Faiz yasağı ise ilk defa Avrupa'da İngiltere kralı 7. Henry tarafından 1545 de kaldırılmıştır. Daha sonra 1789 da Fransa da kaldırılmıştır (Orman vd., 1987: 94).

### 2.4.2. Riba

Riba, sanal artış, şişme, kabarma anlamına gelmektedir (Can, 2015: 106). Riba kelimesinin kökeni Arapçada "mutlak çoğalma" anlamına gelen "raba" kelimesine dayanmaktadır (Yanpar, 2015: 59). Riba kavramı ribe'n-nesie, ribe'l-fadl ve bey'u'l-Gharar kavramlarından oluşur. Riba kavramı faiz kavramından daha kapsamlıdır (Orman vd.,1987: 88).

İslam bilginlerine göre tartılan veya ölçülebilen bir malın, kendi cinsi ile peşin olarak fakat fazla miktarda değiştirilmesinden doğan faize ribe'l-fadl denmektedir. Tartılan veya ölçülen mal miktarı eşit ve malın cinsi aynı fakat veresiye mübadelesi halinde doğan faiz de ribe'n-nesie olarak adlandırılmaktadır. Riba, mübadeleli akitlerde taraflardan sadece biri lehine şart koşulan karşılıksız fazlalıktır. Kuranı Kerimde "Allah alım satımı helal, faizi haram kılmıştır." Buyrulmaktadır. Hz. Muhammed (SAV) hadisinde felakete sürükleyen ve kaçınılması gereken 7 şeyden birinin faiz olduğunu söylemiştir (Orman vd., 1987: 117).

İslam inancına göre faiz ve riba şöyle açıklanmaktadır: “Altın altınla ya da gümüş gümüşle satın alınacaksa ağırlıkları eşit olmalıdır. Altınla gümüş ya da gümüşle altın satın alınabilir. Bununla birlikte bunun peşin olması gerekir. Veresiye olursa faiz olur. Buğday, arpa, hurma gibi ürünlerde de aynı sistem geçerlidir. Bir kilo buğday bir kilo buğdayla değişmelidir. Bir kilo buğday iki kilo arpa ile değişebilir. Fakat bu işlemler peşin olmalıdır.” (Orman vd., 1987: 126).

İslam hukuku ekollerinin faiz yasağı uygulamaları ekollerin kendi içinde farklılıklar göstermektedir. En bilinen dört ekol olan Hanefi, Şafii, Maliki ve Hanbeli mezheplerinin faiz konusundaki görüşleri aşağıda açıklanmaktadır.

Hanefi mezhebine göre riba birbirleriyle değiştirilen mallarda cins birliği ve ölçü birliği olmalıdır (Orman vd., 1987: 131). ağırlık birimiyle ölçülen mallar hacim birimiyle ölçülen mallarla değiştirilemez. Bir kilo ekmeklik buğday bir kilo makarnalık buğdayla ya da bir litre normal benzin bir litre süper benzinle değiştirilebilir. Ölçü birimleri aynı olduğu sürece (mesela litre gibi) bir litre süt iki litre zeytinyağı ile değiştirilebilir. Fakat bu işlemler peşin olarak yapılmalıdır. Çünkü veresiye işlemler ribaya girmektedir (Orman vd., 1987: 132).

Hanefi mezhebine göre ölçülemeyen ve tartılamayan ölçü birimleri faiz konusunda etkili değildir. Sayıyla değiştirilebilen şeyler isteğe göre birbirleriyle değiştirilebilir. On köy yumurtası yirmi çiftlik yumurtasıyla değiştirilebilir (Orman vd., 1987: 132).

Şafii mezhebine göre riba, altın ve gümüşün para olma özelliği ve diğer yiyeceklerin gıda maddeleri olma özelliğinden kaynaklanmaktadır. Para, ihtiyaçları karşılamanın temelini oluşturur. İnsan hayatının var olması açısından gıda maddeleri önemlidir (Orman vd., 1987: 133). Bu sebeple ribaya konu olamazlar. Hz. Peygamberin “bir yiyecek maddesini diğer yiyecek maddesiyle takas etmeyiniz.” Hadisinde yiyeceklerin riba içermemesi gerektiğini desteklemektedir (Orman vd., 1987: 134).

Maliki mezhebinde Şafii mezhebi gibi altın ve gümüşün para olma özelliğinden dolayı riba içerebileceğini öngörmüştür. Kağıt paralarda ribevi mallardan sayılmıştır. Yine Şafii mezhebinde olduğu gibi yiyecek maddeleri de riba içerebilmektedir. Maliki mezhebine göre ribe'l-fadl saklanabilen temel gıda maddelerinde gıda maddelerine lezzet veren baharat gibi şeylerdedir. Bu maddeler kendi türleri ile takas edilirlerse peşin ve eşit miktarda değiştirilir. Ribe'n-nesie ise dayanıklı ya da dayanıksız bütün gıda maddeleri

için geçerlidir. Tüm eşyalarda kendi türüyle takas edilse bile veresiye ya da bire iki değiştirilirse ribe'n-nesie olmaktadır (Orman vd., 1987: 135).

Hanbeli mezhebinde ribayla ilgili üç ayrı rivayet vardır:

Birinci rivayete göre Hanefî mezhebiyle aynıdır. İkinci rivayete göre Şafii mezhebiyle aynıdır. Üçüncü rivayete göre imam şafinin riba hakkındaki ilk görüşüyle aynıdır (Orman vd., 1987: 136).

Temerrüt ve kredi faizlerinin yasak olduğu konusunda tüm mezhepler görüş birliği içindedir. Altın, gümüş, buğday, arpa, tuz ve hurmanın ribaya konu mallar olduğu konusunda tüm mezhepler görüş birliği içindedir. Altınla altın gümüşle gümüş takas edilecekse eşit ağırlıkta ve peşin olmalıdır. Eğer altınla gümüş takas edilecekse sadece peşin olması yeterlidir (Orman vd., 1987: 136). yiyecek maddeleri kendi türleriyle takas edilecekse eşit ağırlıkta ve peşin olmalıdır. Eğer bir yiyecek maddesi başka bir yiyecek maddesiyle değiştirilecekse peşin olması yeterlidir. Altın ve gümüş bir gıda maddesiyle değiştirilecek olursa bu alım satım olmaktadır. Alım satım olduğu için peşin ödeme gerekmemektedir. Bu konularda tüm mezhepler görüş birliği içindedir (Orman vd., 1987: 137).

İttifak edilen faiz unsurları (Orman vd., 1987: 140);

- Akit unsuru
- Akit konusu
- Mübadelede eşitsizlik

İhtilaf edilen faiz unsurları ise riba akdinde taraf unsuru ve mekan unsurudur (Orman vd., 1987: 141).

Borçlu temerrüde düştüğünde paradaki değer kaybından doğan zararı karşılamalıdır. Bu faiz sayılmamaktadır. Bakara suresinin 279. Ayetine göre “Eğer faizcilikten tövbe ederseniz anaparanız sizindir. Böylece ne haksızlık etmiş, ne de haksızlığa uğramış olursunuz.” Buyrulmaktadır. Borçlunun alacaklıya haksızlık yapmaması için paradaki değer kaybından doğan zararı ödemelidir (Orman vd., 1987: 148). borç verilirken fazla ödeme istenirse bu faiz olmaktadır. Borçlu kişi vade sonunda kendi isteği ile fazla ödeme yaparsa bu faiz olmamaktadır (Orman vd., 1987: 151). Alım satımdaki vade farkı ile faizi birbirinden ayıran, bedeller arasındaki eşitlik ve karlılıktır (Orman vd., 1987: 157-158).

Mezheplere göre felslerde, riba tahakkuk etmemektedir. Hanefiler göre felsler sayılarak işlem görmektedir. İtibari değerleri vardır ve bu değer gerçek değerinden

yüksektir. Tartı ve hacim kullanılmadığı için riba yoktur. Sadece felsler veresiye olursa riba olur (Orman vd., 1987: 175). Fakat İmam Muhammed' e göre felsler para vasfı taşıdığı için hem ribe'l-fadl hem de ribe'n-nesie içerebilmektedir (Orman vd., 1987: 176). Şafii ve Maliki mezheplerinde para olma özelliği sadece altın ve gümüşe mahsustur. Bu yüzden riba tahakkuk etmez (Orman vd., 1987: 175). Felsler ve kağıt paralarda itibari değer vardır. Bu yönden benzerlerdir (Orman vd., 1987: 182).

Nesie ribasını önlemek amacıyla Karz akdinin vadesi bağlayıcı değildir. Borç veren alacağını vadesinden önce peşin olarak isteyebilir. Eğer Karz ise her borç (deyn) Karz (ödünç) değildir. Karz olmayan borçlar vadesinde ödenmek zorundadır. Vadeden önce borcun ödenmesi istenemez (Orman vd., 1987: 199). Karz ve ribanın olduğu veresiye mübadele arasındaki fark, sürenin belirsiz olması, yardım amacıyla ödünç verilmesidir (Orman vd., 1987: 200). Karz, kısa vadeli kredi ihtiyaçlarını karşılarken kar ortaklığı uzun vadeli kredi ihtiyaçlarını karşılamaktadır (Orman vd., 1987: 210).

Ribe'n-nesie nisa suresi 160, 161. Ayet, bakara suresi 2/275-6: 278-9, ali İmran 3/130, Rum 30/39 ayetleriyle yasaklanmıştır (Orman vd., 1987: 88).

### **2.4.3. Gharar**

Kuran ve Hz. Peygamber tarafından bey-ul-Gharar yasaklanmıştır. (Orman vd., 1987: 86). Gharar sözlükte tehlike ve risk anlamı taşımaktadır. Terimsel olarak ticari sözleşmeye taraf olanlar arasında anlaşmazlığa ve ödenmeme riskine yol açan her türlü belirsizlik olarak tanımlanmaktadır (Yanpar, 2015: 68).

Bazı İslam hukukçularına göre türev finansal araçlarda özellikle opsiyonda ileriki bir tarihte ne olacağı bilinmediği için ve bu da belirsizliğe sebep olduğu için Gharar ortaya çıkmakta ve bu yüzden kullanılmaması gerektiği belirtilmektedir.

Bir sözleşmede Gharar olduğunun belirlenebilmesi için gararın açık ve belli olması, sözleşmeye konu varlığın miktarında belirsizlik olması, sözleşme konusunun var olup olmadığının bilinmesi gerekmektedir (Yanpar, 2015: 69).

### **2.4.4. Meysir**

Meysir, kolayca ulaşılabilen servet anlamına gelmektedir. Tarafların malının belli bir kısmını şans eseri kazanma veya kaybetme karşılığında riske atmasıdır. İslam dini açısından Kuranı Kerim tarafından bakara ve maide suresindeki ayetlerle yasaklanmıştır (Ayub, 2017: 67-68). Her türlü şans oyunu, piyango spekülasyon içerdiği ve bir değer üretilmeden şans eseri para kazanıldığı için yasaklanmıştır (Alrıfaı, 2017: 175).



### 2.4.5. Şer'i Kurullar

İslami danışma kurulu ya da şeriat kurulu İslami finansal ürünler sunan her kurumda vardır. Bu kuruluşun asıl görevi, çeşitli finansal ürünler için Şeriat'a uyumu sağlamaktır. Bir Şeriat Kurulu oluşturmak, finansal ürünlerin Şeriat ile uyumlu olmasını ve müşterilerin gereksinimlerine gerçekten saygı duyulmasını ve yerine getirilmesini sağlamanın etkili bir yoludur.

Menkul kıymetler piyasasında bu kurul menkul kıymetlerin varlık destekli olup olmadığını ve şirketlerin yasaklı faaliyetlere katılıp katılmadığını kontrol eder. Şeriat kurulu, kumarla yakından ilgili ve spekülasyon uygulamaları da kabul etmez. Kurul ayrıca, borç-varlık oranının 1/3 eşiğinden düşük olup olmadığını da kontrol eder.

Bazen şeriat kurullarının bazı konular için karar vermesi gerekir. Fakat şeriatla ilgili birçok yorum olduğu için bu da bir enstrümanın şeriatla uyumlu olup olmadığına dair birçok farklı görüşe yol açar. İslami Finansal Kuruluşlar Muhasebe Teşkilatı (AAOIFI) Şeriat standartlarını iyileştirmek için büyük çaba sarf etmektedir (Siddiqi ve Hrubı, 2008: 44).

Türkiye'de ise şeriat kurulları 14 Eylül 2019 tarihli 30888 sayılı tebliğde faizsiz bankacılık danışma komitesi olarak tanımlanmıştır. Bu tebliğe göre;

MADDE 4- (2) "Danışma komitesi en az üç üyeden oluşur.....Üyeler, yönetim kurulu tarafından görevlendirilir ve ilk genel kurulun onayına sunulur." denmektedir. Tebliğ gereğince danışma komitesi üyelerinin görev süresi üç yıldır. Görev süresi sona eren üye tekrar görevlendirilebilmektedir. Bu komite bir başkan ve bir başkan vekili tarafından yönetilir. Bu komite üyelerinin en az üçte ikisinde İlahiyat ya da benzeri alanlardan lisans mezunu ya da faizsiz finans alanında lisansüstü eğitim, üç yıl mesleki deneyim şartı aranmaktadır. Bir danışma komitesi üyesi en fazla iki bankanın danışma komitesinde yer alabilmektedir. Bu komitede yer alacak üye bankanın ortağı, yöneticisi, çalışanı, yönetim kurulu üyesi, pay sahibi, kan bağı gibi niteliklere sahip olamaz. Bu komite ayda en az iki kere komite başkanının çağrısıyla toplanır. Aynı zamanda Türkiye'de faaliyet gösteren tüm katılım bankaları bu tebliğin yayın tarihinden itibaren 6 ay içerisinde bu tebliğe uyum sağlamakla görevlendirilmiştir. En geç 1 yıl içinde de bu tebliğde yer alan usul ve esaslara uyum sağlamak zorundadır.

### 2.4.6. Zekat

Kelime anlamı olarak artma, çoğaltma anlamına gelmektedir. Fıkıh da ise Allahın dine göre zengin sayılan kişilerden bu zenginliğin üzerinden bir yıl geçtiğinde belirli

yerler veya kimselere verilmesini buyurduğu vergidir. İslami kuruluşlarda işleyişleri gereği şeri kurulların hesapladığı tutarda zekat vermekle yükümlüdürler.

İslami finansal kurumlar açısından zekat bir zorunluluk olduğu için verilen tutarın reklamını yapamazlar. Fakat zekat dışındaki verilen sponsorluk gibi tutarların reklamını yapabilirler (Yanpar, 2015: 121).

#### **2.4.7. Saflaştırma İşlemi**

İslami finans kurumlarının şeriata uygun olmayan şekilde elde ettikleri gelirlerin dağıtılması anlamına gelmektedir. Kimi zaman ne kadar dikkat edilse de yasal zorunluluklardan dolayı şeriata uygun olmayan gelirler elde edilmektedir. Böyle bir durumda İslam hukuku şeri hükümlerine göre bu elde edilen tutar sadaka olarak bağışlanmalıdır. Bu işleme temiz kazancın aklanması, saflaştırma işlemi denir (Yanpar, 2015: 123).

#### **2.5. İslami Finansın Özellikleri, Avantajları ve Dezavantajları**

İslami finansal sistem halen gelişme aşamasında olduğu için İslam hukuku açısından çözüme kavuşmamış konuların varlığı devam etmektedir. Gelişimi devam eden sistemin büyüme hızı rakamsal olarak hızlı olsada bu çözümlenemeyen konular ve İslam hukukçularının bu konular üzerinde ortak paydada buluşamaması sebebiyle gelişim hızı çok yavaştır (Yanpar, 2015: 26).

İslami finansın temelini insanlara duyulan güvene dayanması sistem için bir dezavantajdır. Çünkü borçlunun borcunu bilerek ve isteyerek ödememe ihtimali göz önünde bulundurulmamaktadır (Yanpar, 2015: 26).

İslami finansal sistemin temel dayanağını İslam Hukuku oluşturmaktadır. Fakat İslam Hukukunda farklı çalışma ekolleri ve mezhepler olduğu için uygulamada ve yorumlarda farklılıklar gözlenmektedir (Yanpar, 2015: 27).

- Faizsiz bir sistemdir.
- Risk paylaşımı esasına dayanmaktadır.
- Kar paylı (ticaret ya da ortaklık)
- Getiri proje sonunda belli olmaktadır.
- Serbest Pazar ekonomisine izin verir (Alrifaı, 2017: 150).
- Piyasanın işleyişini düzenler (Alrifaı, 2017: 150).
- Sosyal adaleti sağlar (Alrifaı, 2017: 150).

## 2.6. İslami Yatırım Araçlarının Çeşitleri

İslami finans vadesiz hesap=özel cari hesaplar, vadeli hesap= kar ve zarara katılma hesapları yöntemleriyle topladığı fonları farklı sözleşme usulleriyle kullandırmaktadır. Kar veya anaparanın geri ödenme garantisi yoktur. Geri ödeme talep hakkı yatırılan anaparadan fazla olamaz. Zarara katılma karın en az %50si kadar olmalıdır. Kar payı katılım hesabında vade bitimine kadar değiştirilemez (Özsoy, 2012: 137).

### 2.6.1. Mudaraba

Mudaraba, bir tarafın sermayeyi koyduğu diğer tarafın emek, bilgi ve tecrübesini ortaya koyduğu (girişimci, mudarib) işlem şeklidir. Bu yatırım türünde kar sözleşmede belirlenen oranlarda sermayedar ve girişimci arasında paylaşılmaktadır. Zarar ise tamamen sermayedarın sorumluluğundadır. Mudaraba işleminde sermayedar girişimciyi yatırım yapabileceği alan için sınırlayabileceği gibi serbest de bırakabilmektedir (Yanpar, 2015: 88).

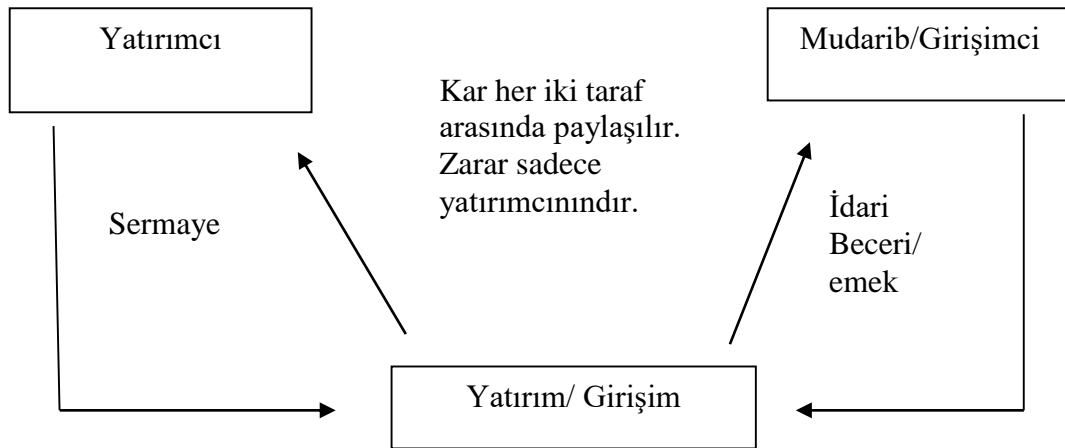
Mudaraba masrafları sermaye sağlayan tarafın ödediği, yönetimin ise mudarib tarafından gerçekleştirildiği güvene dayalı olan bir anlaşma modelidir. Mudaraba sözleşmesinin temel özelliği;

- Sermayenin tamamı bir kişi tarafından verilir.
- Sermayedar yönetime karışamaz.
- Tüm zarardan sermayedar sorumludur.
- Mudarib kar payı dışında, ortaklık içerisindeki varlıklar üzerinden hak talep edemez.

Mudarabanın dezavantajları şunlardır:

- Projenin başlamasıyla kar etmesi arasındaki sürede girişimci hiçbir şey elde edememektedir.
- Projenin başarısız olması durumunda tüm zarar tek bir kişiye kalmaktadır.

Bu yöntem teorikte olmasına rağmen pratikte pek uygulanmamaktadır (Yanpar, 2015: 144).



Şekil 13: Mudaraba (Alrifai, 2017: 188)

### 2.6.2. Muşaraka

Muşaraka, hem sermayedarın hem de girişimcinin emeğini ve parasını ortaya koyduğu işlem türüdür. Muşaraka sözleşmesinin geçerli olabilmesi için tarafların sözleşmede kar dağıtım oranlarını belirlemiş olması gerekmektedir. Kural gereği sözleşme taraflarından hiçbirine önceden bir kar dağıtımını veya ödeme yapılması yasaktır. Zararın ortaya çıkması durumunda tarafların sermayedeki payları oranında taraflar arasında paylaşılır (Yanpar, 2015: 91).

Muşaraka sözleşmeleri klasik ve azalan Muşaraka olarak ayrılmaktadır. Azalan Muşaraka yönteminde banka başlangıçta finanse edilen varlığın çoğuna sahipken vade ilerledikçe müşteri bankanın pay oranını satın alarak kendi payını arttırmaktadır. Azalan Muşaraka ile finansmanda kiralama sözleşmesi ve Muşaraka tipi ortaklık sözleşmesi birlikte kullanılır. Daha çok konut finansmanında gerçekleştirilen işlemlerdir (Yanpar, 2015: 147).

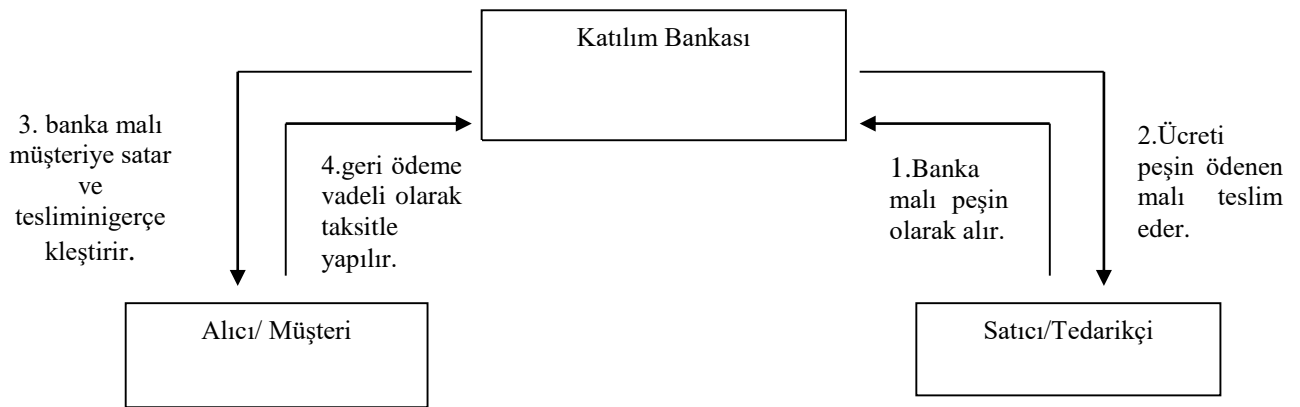


Şekil 14: Muşaraka (Alrifai, 2017: 192)

### 2.6.3. Murabaha

Murabaha işlemi alıcının satıcının karından haberdar olduğu işlem şeklidir (Yanpar, 2015: 93). Murabaha bir ürün veya hizmeti peşin alarak satın alınan kişiden farklı bir kişiye karlı bir şekilde vadeli satma işlemidir (Özsoy, 2012: 163). Murabaha işleminin geçerli olabilmesi için satışa konu varlığın satıldığı anda var olması, varlığın satıcının elinde bulunması, satışın şimdiki zamanda ve kesin olması, satışa konu varlığın değerinin olması, satışın konusunun haram olmaması, satışa konu varlığın özelliklerini alıcının bilmesi ve tesliminin kesin yapılabilecek olması, satış fiyatının belli olması, satışın belli bir şarta bağlanmaması gerekmektedir (Yanpar, 2015: 94).

Kurumsal finansman desteği, bireysel finansman desteği veya üretim desteği olarak bilinmektedir. İslami bankalar Mudaraba yöntemiyle fon toplayıp murabaha yöntemiyle fon dağıtmaktadır. Murabaha yönteminde banka ve müşteri arasında sözleşme imzalanır. Banka müşteri için alacağı ürünün üzerine kar marjı ekleyerek müşteriye satacağını taahhüt eder. Müşteri anlaşılan fiyat, belirlenen ödeme planı üzerinden ödeme yapacağını ve malı satın alacağını taahhüt eder. Banka teminat talep edebilir. Son işlem olarak banka müşterinin istediği özelliklerdeki malı kendi satın alabilir ya da müşteriye vekalet vererek müşterinin satın almasını sağlar (Yanpar, 2015: 158). Banka ödemeyi satıcı müşteriye malı ve faturayı teslim ettikten sonra gerçekleştirmektedir. Müşteri ise bankaya belirli vadelerde ödeme gerçekleştirmektedir. Satın alınacak malın müşterinin sorumluluğuna geçmemiş olması gerekmektedir. Müşteri katılım bankasına başvurmadan satıcıyla sözleşme imzalayamaz, satın alınacak mal için kaparo yatıramaz. Katılım bankası satın alınacak malın tamamını finanse edebileceği gibi bir kısmını da finanse edebilir. Sözleşmeye konu malın satışı mal tüketilmeden yapılmalıdır (Özsoy, 2012: 164).



Şekil 15: Murabaha (Alrifai, 2017: 190)

#### **2.6.4. İcare**

İcare ya da icara Arapçada kiralama karşılığı bir şey verme anlamına gelmektedir. İcarenin iki farklı kullanımı mevcuttur. İlki bir kişinin hizmetinden faydalanmak için ona ödeme şeklinde gerçekleştirilmektedir. İkincisi ise bir varlığın kullanım haklarının kiralanması şeklinde gerçekleştirilmektedir (Yanpar, 2015: 96).

İslami bankacılığın finansal kiralama yöntemidir. Kiraya veren, varlığa kiralama dönemi boyunca sahip olur. Kiracı temerrüte düşerse borcuna faiz işletilemez. Kiraya verilen varlığın kullanım şartları sözleşmede açıkça belirtilmelidir. Sözleşmenin ardından kiraya konu varlık kiracıya teslim edilmelidir (Yanpar, 2015: 161).

#### **2.6.5. Selem**

Ödemenin nakit olarak sözleşme anında yapıldığı teslimatın ileriki bir tarihte gerçekleştiği anlaşmalardır. Selem sözleşmesinin geçerli olabilmesi için alıcı ödemeyi anında ve peşin olarak yapmalıdır. Sözleşme konusu varlık özel bir ürün veya belli bir arazinin malı olamaz. Genel bulunabilir bir ürün olmalıdır. Ürünün özellikleri ve kalitesi, teslimatın günü ve yeri net bir şekilde belirlenmelidir (Yanpar, 2015: 165).

#### **2.6.6. İstisna**

Belli bir ürünün üretici tarafından üretilmesi için kullanılan yöntemdir. Genellikle gemi inşası gibi büyük projelerde kullanılır. İnşa edilen varlık direkt müşteriye teslim edilir. Banka anlaşma sağladığı için kar marjı alır. İstisnada üretilen ürünün standartlara uymaması yani bir standardının olmaması sebebiyle İslami bankalar üreticiyi müşterinin seçmesine ve süreci kontrol etmesine izin vermişlerdir (Yanpar, 2015: 164).

#### **2.6.7. Karz-ı Hasen**

Karşılıksız borç verme işlemi olarak bilinmektedir. İslami bankalar zor durumda olan ve kendileriyle çalışan kredi değerliliği yüksek müşterilerine bu yöntemle borç vermektedir. Karz-ı Hasende borç verende herhangi bir menfaat beklenmez. Yapılan borç ödemesi verilen borca eşit olmak zorundadır. Borçlu isterse fazla ödeme yapabilir (Yanpar, 2015: 166).

#### **2.6.8. İyne Satışı (Bai İnah)**

Bir kimsenin vadeli olarak sattığı bir malı daha ucuza peşin olarak geri almasıdır. Malezya ve Endonezya'da kullanılmaktadır. Müşteri ve banka, bankanın sahibi olduğu varlık üzerinden sözleşme imzalarlar. Banka bu varlığı müşteriye vadeli olarak satar. Varlığın mülkiyeti müşteriye geçer. Banka ve müşteri ikinci bir sözleşme imzalarlar.

Müşteri aynı varlığı bankaya indirimli olarak geri satar. Birinci sözleşmeden doğan borcunu taksitler halinde öder (Yanpar, 2015: 167).

### **2.6.9. Bey' Bitamam Acil (Bai Bithaman Ajil)**

Fiyatı ileride ödenmek üzere malın satılması işlemidir. Malezya'da çoğunlukla kullanılmaktadır. İslam Hukukçularının ihtilafa düştüğü İslami araçlardan biridir (Yanpar, 2015: 82). İyne satışının bir türevidir. Sözleşmeden çok bir ödeme yöntemidir. Vadeli satış gibidir. Murabahanın ana unsuru olan satıcının maliyet ve karının alıcı tarafından bilinmesi zorunluluğu yoktur. Malezya, Endonezya ve Brunei'de kullanılmaktadır. Konut ve taşıt finansmanında kullanılır (Yanpar, 2015: 169).

### **2.6.10. Teverruk (Ters Murabaha)**

Nakit bulmak amacıyla bir kişiden vadeli olarak alınan malın başka bir kişiye peşin olarak satılmasıdır. Ters murabaha olarak da adlandırılmaktadır. Teverruk satışı iyne satışından farklı olarak aynı iki kişi arasında yapılmamakta farklı üçüncü bir kişiye mal satışı yapılmaktadır. İslami bankalar tarafından hem likidite sağlamak hem de müşterilere nakit finansmanı sağlamak amacıyla kullanılmaktadır. Uygulamada finansman ihtiyacı olan müşteri bankaya başvurur. Banka uluslararası bir borsadan emtiayı satın alır. Fakat fiziki teslimat gerçekleşmez. Sonra bu emtiayı müşterisine vadeli olarak satar. Mülkiyeti müşteriye geçen emtiayı müşteri uluslararası borsada peşin olarak satar. Bu işlemde fiziki teslimat gerçekleşmediği ve işlem birkaç saat zarfında sürdüğü için İslam hukukçuları tarafından eleştirilmektedir (Yanpar, 2015: 173- 174).

### **2.7. İslami Sigorta: Tekafül**

Arapçada kefalet anlamına gelen garanti ve karşılıklı garanti anlamlarını taşıyan bir üründür. Tekafül sisteminin amacı aynı risk grubundaki insanları bir araya getirerek zararı ortak paydada herkesin üstlenmesini sağlamaktır. Bu yüzden Tekafül aynı zamanda dayanışma anlamına da gelmektedir (Yıldırım, 2014: 49).

Tekafül Türkiye'de katılım sigortacılığı olarak bilinmektedir. 20 Eylül 2017 tarihli 30186 sayılı yönetmeliğin 3. Maddesi (1)- (f) bendinde "Katılım Sigortacılığı: Katılımcıların kendileri ile diğer katılımcıların tazminat ve/veya birikim ödemelerine ilişkin taleplerinin karşılanmasına teminen oluşturulan risk fonuna katkıda buldukları, söz konusu fonun sigortacılık faaliyeti yapmasına izin verilmiş bir sigorta şirketi tarafından katılım finans ilkelerine uygun olarak yönetildiği ve ortak risk paylaşımı ile dayanışma esaslarına dayanan sigorta türüdür." şeklinde tanımlanmıştır.

İlk islami sigorta şirketleri 1979'da Sudan (Islamic Insurance Co. Ltd.) ve BAE'de kurulmuştur. Bu sistem Malezya, Mısır, Cezayir, Ürdün, Tunus, Suudi Arabistan, Kuveyt, Senegal, Singapur ve Bahreyn gibi ülkelerde de uygulanmaktadır (Yıldırım, 2014: 54). Türkiye'nin ilk Tekafül şirketi Kuwait Finance House Grubu iştiraki olan Neova sigortadır. Model olarak hibrid modelini kullanmaktadır (Yıldırım, 2014: 56). 1981'de İslam bankaları ve ekonomik işbirliği stratejileri uluslararası sempozyumunda ele alınmıştır. Dört temel ilkesi bulunmaktadır:

- Müşterek risk paylaşımı: katılımcılar bir havuza katkıda bulunmakta risk gerçekleştiğinde bu havuzdan faydalanmaktadırlar.

- Karşılıklı sorumluluk: yardımlaşma esasına dayandığı için risk paylaşılmaktadır.

- Karşılıklı koruma: üyeler birbirlerini risklere karşı korumuş olurlar.

- Üyeler arası yardımlaşma (teavün)

Yardımlaşma sigortası olarak da bilinen tekafülün amacı kar elde etmek değildir. Sisteme dahil olan risk grubunun riskini dağıtarak ortak garanti sağlamaktır. AAOIFI'nın tanımına göre Tekafül sistemi teberru (bağış) usulü ile çalışmaktadır. Bu bağışlar tüzel kişiliğe sahip sigorta fonuna yapılmaktadır. Katılımcıların uğradığı zararlar bu fondan karşılanmaktadır. Fonun yönetimi katılımcılardan oluşan bir kurul ya da belli bir ücret karşılığı (vekalet usulü) başkası tarafından yapılmaktadır (Kaya vd., 2017: 47).

Tekafül sigortacılığı aşağıdaki modellerle uygulanmaktadır: (Yıldırım, 2014: 50)

- Vekalet (Wakalah) Modeli

Fonun yönetilmesi karşılığında sigorta yaptırımlardan belirli bir ücretin kesildiği modeldir. Sene sonunda fonda kar oluşursa katılımcılara dağıtılır.

- Mudarebe Modeli

Risk fonunun yönetimi karşılığında alınan ücretin emek-sermaye ortaklığı esasına dayanılarak kar paylaşımının yapıldığı modeldir.

- Karma (Hibrid) Model

Şirket oluşan kardan pay almamaktadır. Oluşan giderler sermayedarlar tarafından karşılanmaktadır (Yıldırım, 2014: 53).

- Wakalah- Vakıf modeli

İslami bir vakıf oluşturulmaktadır. Katılımcıların tüm zararı ödendikten sonra kalan para katılımcılara geri ödenmektedir (Yıldırım, 2014: 53).

20 Eylül 2017 tarihli 30186 sayılı yönetmeliğine göre;



Tekafül fonunda iki ayrı fon bulundurulur. Katılımcıların hesaplarının bulunduğu fon ve Tekafül şirketi hissedarlarının bulunduğu fon olarak fonlar ayrı ayrı tutulur. Yılsonunda Tekafül şirketinin risk fonunun bakiyesi hesaplanır. Bu bakiyenin fazla vermesi durumunda katılımcıların da önceden bilgilendirilmesi şartıyla katkı primlerinin düşürülmesi, ihtiyat fonu olarak ayrılması, katılımcılar arasında dağıtılması ya da danışma komitesinin kararıyla başka alanlar da değerlendirilmek üzere kullanılmaktadır. Tekafül şirketleri risklere karşı kendilerini sigortalayabilirler (reasürans ya da retekafül). Tekafül şirketleri iade bakiye hesaplama çizelgelerini web sayfalarından duyurmakla yükümlüdürler. Eğer Tekafül şirketi islami sigortacılık işlemlerini pencere usulü ile yürütmekte ise bu yönetmeliğin yayın tarihinden itibaren en fazla 3 yıl (20.12.2020) daha bu yöntemle işlem gerçekleştirebilmektedir.

## **2.8. İslami Sermaye Piyasası**

İslami sermaye piyasaları klasik sermaye piyasalarına benzemekle birlikte bu piyasalardan şeriata uygun finansal ürünlerin işlem görmesi sebebiyle ayrılmaktadır. İslami sermaye piyasası ürünleri şeriata uyumlu hisse senedi, Sukuk ve şeriata uyumlu yatırım fonlarından oluşmaktadır (Yanpar, 2015: 183).

### **2.8.1. İslami Hisse Senedi Piyasası**

İslami finans sadece bankacılık faaliyetleriyle ekonominin ihtiyaçlarını karşılayamamış bu nedenle İslami hisse senetleri piyasası ortaya çıkmıştır. İslami sermaye piyasaları sadece Müslümanlara açık bir piyasa değildir herkese hizmet sunmaktadır. İslami hisse senetleri piyasası İslam hukuku ilkelerine tabidir. İşlem yapanların ve işlem görenlerin bu kurallara uyması gerekmektedir. İslami finansal sistemde şirket hakkında finansal bilgi gerekirken aynı zamanda gerçekleştirdiği işlemlerin şeriata uyumu konusunda da bilgi gerekmektedir (Yanpar, 2015: 187).

İslami hisse senetleri uluslararası borsaların kendi bünyelerinde oluşturdukları İslami endekslerde işlem görmektedir. Bu endeksler Dow Jones Endeksi, Standard And Poors Şeri Endeksleri, SAC Şeri Endekslerinden oluşmaktadır (Yanpar, 2015: 190).

### **2.8.2. İslami Yatırım Fonları**

Yatırım fonları halktan topladıkları paralar karşılığında hisse senedi, bono, özel sektör borçlanma araçları, ters repo gibi menkul kıymetlerden oluşan portföyleri yöneten fonlardır. İslami yatırım fonlarının yönetim ve hukuki yapısının ve yatırım yapılan alanın şeriata uyumlu olması gerekir (Yanpar, 2015: 196). İslami yatırım fonları, hisse senedi

fonları, emtia fonları, icara fonları ve murabaha fonlarından oluşmaktadır (Yanpar, 2015: 199).

### 2.8.3. Sukuk

Sukuk sertifikalar anlamına gelmektedir. İslami finansal kuruluşlar muhasebe ve denetim organizasyonun (AAOIFI) 2003’de yayınladığı Sukuk standartlarıyla ortaya çıkmışlardır. Dayanak teşkil eden bir varlık sepetinde yer alan varlıklar üzerindeki ortak mülkiyeti temsil eden eşit değerdeki sertifikalar olarak tanımlanmışlardır (Yanpar, 2015: 204).

Sukuk Arapça “sak” kelimesinin çoğulu ve sertifikalar anlamındadır. Sukuk, bir varlığa sahip olma ve ondan yararlanma hakkı veren menkul kıymetlerdir. Mülkiyet şartı taşınması bakımından çok benzetildiği tahvillerden farklıdır. Bu sebeple varlığa dayalı sertifika olarak da anılmaktadır (Tok, 2009: 13). İslami fon kullandırma yöntemlerine göre çeşitlilik arz etmektedir (Muşareke Sukuk, İcara Sukuk gibi).

İcara Sukuk işlemi şöyle gerçekleştirilmektedir:

Sukuk ihraç edecek şirket kendi şirketinden ayrı bir şirket (SPV) kurar. Sukuk ihraççısı, ihraç edilecek varlığı önceden anlaşılmış olan fiyattan, vade sonunda varlığı geri alma koşuluyla özel amaçlı şirkete (SPV) satar. SPV, varlığı satın aldığı fiyattan vadeli sukuk sertifikası ihraç ederek finansmanı sağlar ve varlığın satış bedelini ihraççıya öder. Eğer İcara Sukuk kullanılıyorsa ihraççı ve SPV arasında kira sözleşmesi imzalanarak ihraççının varlığı kullanabilmesi sağlanır. SPV aldığı kiralara Sukuk sahiplerine dağıtır. Vade tarihinde varlık SPV tarafından ihraççıya geri satılır. Satış sonucu elde edilen para, anapara olarak Sukuk sahiplerine dağıtılır (Tok, 2009: 16-17).

### 2.9. İslami Uluslararası Kuruluşlar

İslam dünyasının sorunlarıyla ilgilenmek için kurulmuşlardır. İslami finansal araçların standartlaşması amacıyla kurulmuş düzenleyici kurumlardır (Yanpar, 2015: 278).

- İslam İşbirliği Teşkilatı (Organisation Of Islamic Cooperation- OIC)

İslam İşbirliği Teşkilatı (İİT), dört kıtadan 57 üyeye sahip bir kurumdur. İnsanlık için barışı ve uyumu sağlamayı ilke edinmiştir. 25 Eylül 1969 tarihinde Fas’ın Rabat şehrinde kurulmuştur. Bu kuruluşun temel amacı üyeler arasında işbirliğini ve dayanışmayı güçlendirmek olarak tüzükle belirlenmiştir. Teşkilatın genel sekreterliğini 2016 yılından bu yana Dr. Yousef Ahmed Al-Othaimen yürütmektedir (Organisation Of Islamic Cooperation Web Site, 2019).

- İslam Kalkınma Bankası Grubu (Islamic Development Bank- IDB)

İslam Kalkınma Bankası, Müslüman topluluklar arasında sosyal ve ekonomik kalkınmayı teşvik etmek amacıyla kurulmuştur. Bu bankanın merkezi Cidde’de bulunmaktadır ve 57 üye ülkesi bulunmaktadır. İslami Finansta küresel liderlerden biridir. Birleşmiş Milletlerin Sürdürülebilir Kalkınma hedeflerini gerçekleştirmek için kalkınmanın önündeki engellere çözüm üretmeye çalışmaktadır. İnsanların iyiliğine odaklanarak bu amaca uygun olarak işbirliği hedeflemektedir (Islamic Development Bank Web Site, 2019).

- İslami Finans Kurumları Muhasebe Ve Denetim Örgütü (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions- AAOIFI)

1991 yılında Bahreyn’de kurulmuştur. AAOIFI, temel olarak küresel İslami finans endüstrisi için standartların geliştirilmesi ve yayınlanmasından sorumlu, kar amacı gütmeyen, uluslararası bir kuruluştur. Uluslararası İslami finans için Şeriat, muhasebe, denetim, etik ve yönetim alanlarında toplam 100 standart yayınlamıştır. Standartları şu anda tüm İslami finans kurumları izlemektedir ve uluslararası İslami finans uygulamalarının kademeli olarak uyumlu hale getirilmesini sağlamaktadır. Vizyonu, İslami finansal piyasalarda şeriat ilke ve kurallarına ilişkin operasyon ve finansal raporlarını yönlendirmektir. İslami finans piyasalarına endüstrinin büyümesini destekleyebilecek standartlar ve yönergeler sağlamaktır. Misyonu, Uluslararası İslami finans uygulamalarının standardizasyonu, uyumlaştırılması ve şeriat uyarınca finansal raporlamalarının hazırlanmasını amaçlamaktadır (Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions Web Site, 2019).

- İslami Finansal Hizmetler Kurulu (The Islamic Financial Services Board- IFSB)

Kuala Lumpur merkezli İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB) faaliyetine 10 Mart 2003 tarihinde başlamıştır. Bugüne kadar 30 tane standart yayınlayan kurulun 184 üyesi bulunmaktadır. Kurul, düzenleyici ve denetleyici kurumların uluslararası standart belirleyici organı olarak hizmet vermektedir.

İslami Finansal Hizmetler Kurulu (IFSB), bankacılık, sermaye piyasaları ve sektörleri de kapsayacak şekilde geniş çapta tanımlanmış, küresel ihtiyati standartlar ve endüstri için yol gösterici ilkeler sunarak İslami finansal hizmetler endüstrisinin sağlamlığını ve istikrarını teşvik eden ve geliştiren uluslararası bir standart belirleme kuruluşudur. Aynı zamanda bu kurul endüstri ile ilgili konularda araştırmalar yürütmekte ve girişimleri koordine etmekte, düzenleyiciler ve sektör paydaşları için yuvarlak masa

toplantıları, seminerler ve konferanslar düzenlemektedir (Islamic Financial Services Board, 2010).

- Uluslararası İslami Finansal Piyasa (International Islamic Financial Market- IIFM)

Uluslararası İslami Finansal Piyasa (IIFM), tarafsız ve kar amacı gütmeyen bir altyapı geliştirme organizasyonudur. Bahreyn Krallığı 2002 tarihli (23) Kraliyet Kararnamesi kapsamında kurulmuştur. IIFM, Manama'daki Bahreyn Merkez Bankası'nda bulunmaktadır.

IIFM' nin kurucu üyeleri İslam Kalkınma Bankası, Autoriti Monetari Brunei Darüsselam, Bank Indonesia, Bank Negara Malaysia, Bahreyn Merkez Bankası ve Sudan Merkez Bankasıdır. Vizyonu, uluslararası şeriata uygun finansal araçların geniş yelpazede, aktif ve iyi düzenlenmiş ticaret ve sermaye akımlarını karşılamaıdır. Misyonu, hem ulusal hem de uluslararası ticaret altyapısını, ürün inovasyonunu ve bilgi akışını güçlü, şeffaf ve iyi düzenlenmiş standartlar ve yönergeler çerçevesinde katalize ederek vizyonu başarmaktır. Bu amaçla, standartlaşmış İslami kurallara göre Mali Belgeleri, Ürün Teyitleri ve İslam Finansal Hizmetler Sanayi (IFSI) için kılavuz geliştirmeyi görev edinmiştir (International Islamic Financial Market, 2019).

- İslami Bankacılık ve Finansal Kurumlar Genel Konseyi (General Council of Islamic Banks and Financial Institutions- CIBAFI)

CIBAFI, 2001 yılında kurulan ve merkezi Bahreyn Krallığı'nda bulunan uluslararası bir kuruluştur. CIBAFI, İslam İşbirliği Teşkilatı'na (İİT) bağlıdır. CIBAFI, küresel olarak İslami finansal hizmetler endüstrisini temsil eder, üyeleri arasında ve benzer ilgi ve hedeflere sahip diğer kurumlarla işbirliğini pekiştirir.

130'dan fazla üyesi bulunan CIBAFI'nın, İslami finansın uluslararası mimarisinde önemli bir payı olduğu kabul edilmektedir. Misyonu, İslami finans değerlerinin ve ilgili politika ve düzenlemelerin savunuculuğu, araştırma ve inovasyon, eğitim ve mesleki güçlendirmedir (General Council of Islamic Banks and Financial Institutions, 2019).

- İslam Ülkeleri Uluslararası Derecelendirme Ajansı (Islamic International Rating Agency- IIRA)

Merkezi Bahreyn Krallığı'nda bulunan IIRA, 2005 yılında faaliyete başlamıştır. Uluslararası İslami Derecelendirme Kurumu (IIRA), ihraççılara ve İslami finans ilkelerine uygun meselelere bağımsız değerlendirmeler sağlamak üzere kurulmuştur. IIRA'nın özel odağı, başta İslam Ülkeleri Örgütü (İİT) bölgesinde yerel

sermaye piyasalarının geliştirilmesi ve dünya genelinde etik finansla verdiği derecelendirmeler yoluyla ivme kazandırmaktır.

IIRA, İslam Kalkınma Bankası (IDB) tarafından İslami finansmanı desteklemek amacıyla bir altyapı kurumu olarak kurulmuştur. IIRA, AAOIFI ve IFSB gibi kurumlar tarafından desteklenmektedir (Islamic International Rating Agency, 2017).

- Uluslararası İslami Finans Şeriat Araştırma Akademisi (International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance- ISRA)

ISRA, 2008 yılında Malezya Merkez Bankası tarafından İslami finans ve Şeriat ile ilgili araştırma kurumu olarak kurulmuştur. Aynı zamanda Şeriat görüşleri (fetvalar) için bir bilgi deposu görevi görmekte ve İslami finans endüstrisinde güncel konular üzerinde çalışmalar yapmaktadır. ISRA araştırma faaliyetlerini İslami Bankacılık, İslami Sermaye Piyasası, Tekafül ve Fetva üzerine odaklamıştır. İslami Finans araştırmalarının %6.2'si ISRA tarafından yapılmaktadır (International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance, 2019).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜREV ARAÇLAR VE İSLAMİ FİNANSAL ARAÇLARIN RİSKTEN KORUNMA (HEDGING) AÇISINDAN KARŞILAŞTIRILMASI

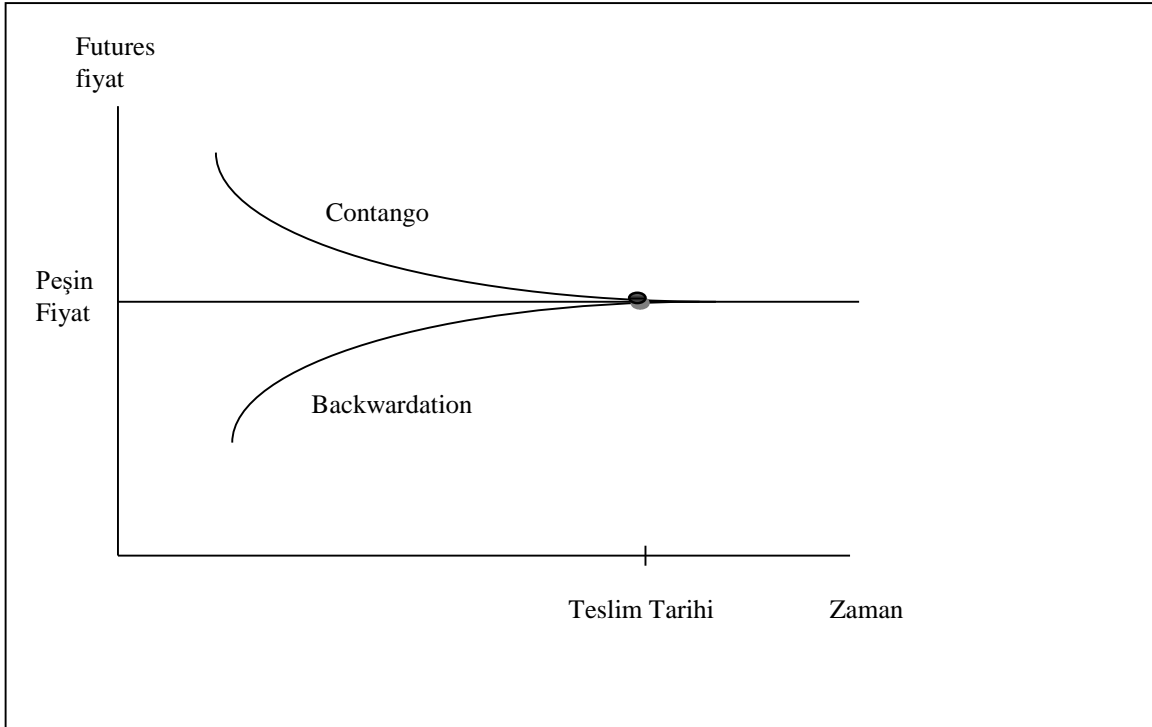
#### 3.1. Risk kavramı ve risk çeşitleri

Risk kavramı sözlükte “tehlike, kaybetme, zarara veya hasara maruz kalma” anlamlarına gelmektedir. Risk istemeyen bazı olayların meydana gelme şansıdır. Spekülatif bir yatırım aracına yatırım yapmak risk almak olarak tanımlanır (Brigham, 1996: 105). Risk kavramı planlanan ya da beklenen sonuçtan gerçekleşen sonucun olumlu ya da olumsuz ne kadar sapma gösterdiğiyle ilgilidir (Bolak, 2004: 3).

Risk alan yatırımcı getirinin de yüksek olması umuduyla riski üstlenir. Yatırımcı bu riskleri göz önünde bulundurarak yatırım yapmak zorundadır. Riskler çevre koşullarının etkisiyle oluşan sistematik risk ve yatırımcı tarafından minimize edilebilecek sistematik olmayan riskler olarak ikiye ayrılırlar (Ercan ve Ban, 2018: 178). Türev araçlarda ortaya çıkan risk ise sistematik risktir. Türev araçlar yatırımcıların kendilerini sistematik riskten koruması için kullanılırlar.

##### 3.1.1. Baz Riski

Futures fiyat ile peşin fiyat arasındaki farka baz denmektedir. Bazda oluşan dalgalanmalar ise baz riskini oluşturmaktadır. Futures fiyatların peşin fiyatları aşmasına “contango” pozitif baz, futures fiyatların peşin fiyatın altında kalmasına “backwardation” negatif baz, peşin fiyat ile futures fiyatın vade yaklaştıkça birbirlerine yaklaşmasına “convergence” baz daralması denmektedir. Vade dolduğunda baz risk sıfır olmaktadır. (Chambers, 2012: 11)



Şekil 16: Contango ve Backwardation (Chambers, 2012: 11)

### 3.1.2. Kredi Riski

Finansal işlem taraflarından birinin yükümlülüğünü yerine getirmemesi sonucu oluşan riske kredi riski ya da karşı taraf riski denmektedir. Kredi riski genelde karşı tarafın nakdi borcunu ödememesi şeklinde anlaşılır. Fakat bu borç ya da yükümlülük türev araçlarda olduğu gibi vade sonunda ilgili varlığın tesliminin gerçekleştirilememesi şeklinde de ortaya çıkabilmektedir. Taraflardan birinin yükümlülüğünü yerine getir(e)memesi karşı taraf yükümlülüğünü yerine getirdiği için risktir (Bolak, 2004: 10).

### 3.1.3. Piyasa Riski

Piyasadaki sebepli ya da sebepsiz fiyat hareketlerindeki dalgalanmadan ortaya çıkan risktir. Yatırımcıyı daha çok yatırım yaptığı türev araçla olan korelasyonu ilgilendirmektedir. Türev araçlara dayanak oluşturan varlıklar çeşitlilik arz ettiği için piyasa riskinden etkilenme oranları da değişkenlik göstermektedir (Ercan ve Ban, 2018: 178).

### 3.1.4. Döviz (Kur) Riski

Risk bir yatırımın beklenen değerden sapma olasılığı olarak ifade edilir (Seyidoğlu, 2003: 246). Fiyatları dövizle bağlı ürünlerin ticareti, döviz üzerinden anlaşması yapılmış borç, vadeli döviz sözleşmeleri işlem riski içermektedir (Seyidoğlu, 2003: 248). İşlem riski ve faaliyet (ekonomik) riski her ne kadar birbirlerine benzese de

kapsadıkları alanlar birbirinden farklıdır. İşlem riski daha kısa süreli ve sözleşmeye bağlanmış getiriler üzerinde etkisini gösterirken faaliyet riski şirketin uzun süreli faaliyetlerinden kaynaklı getirilerini etkilemektedir. İşlem riski faaliyet riskinin bir bölümünü oluşturmaktadır (Seyidoğlu, 2003: 260). Döviz kurlarında meydana gelen belirsizlikten kaynaklanan risktir. Ulusal paraların yabancı paralar karşısında değer kaybetmesi yatırımcı açısından zarar oluşturmaktadır. Döviz kuru riski işletmeleri muhasebe riski, işlem riski ve ekonomik risk ile karşı karşıya bırakmaktadır. İşletmeler döviz cinsi parayı kaydederken ulusal para cinsine çevirip muhasebe kayıtlarına böyle kaydetmek zorundadırlar. Bu durumda muhasebe riski ortaya çıkmaktadır. Döviz kuru yükseldiğinde işletmelerin uzun vadeli borçları için yaptıkları ödemeleri olumsuz etkilenmektedir. Buna işlem riski denmektedir. Döviz kuru işletmelerin yurtdışı işletmeleri ile rekabetini olumsuz etkilemesi sonucunda ekonomik risk ortaya çıkmaktadır (Yaslıdağ, 2016: 17).

### **3.1.5. Faiz Oranı Riski**

Borçlanma araçlarının fiyatı hesaplanırken nakit akışları vadeye göre faiz oranlarıyla iskonto edilmektedir. Faiz oranlarındaki değişimlerin bu araçları olumsuz etkilemesi faiz oranı riski olarak tanımlanmaktadır. Bu risk yatırımcıların yanı sıra ihraççıları da etkilemekte getiri oranlarını düşürmekte, fonlara olan talebi azaltmaktadır (Bolak, 2004: 13).

### **3.1.6. Likidite Riski**

Likidite riski ihtiyaç duyulan anda gerekli fonun uygun maliyetle bulunamaması yada eldeki finansal varlığın istenilen zaman ve fiyattan elden çıkarılamaması sonucu ortaya çıkan risktir (Bolak, 2004: 11).

## **3.2. Hedging kavramı**

Hedge finansmanı küçük bir maliyete katlanarak büyük bir zarardan korunma türüdür. Risk yönetimi olarak da bilinir (Can, 2015: 62). “Nakit akımlarının ya da nakit birikiminin borç anlaşmalarının anapara ve faiz ödemelerini karşılayacağı bir durumu ifade eder.” (Can, 2015: 61).

“..... bir varlık ve yükümlülükte gelecekte ortaya çıkacak bir pozisyonu şimdiden dengelemek veya mevcut bir pozisyon likidite oluncaya kadar korumak amacıyla geçici bir ikame pozisyon oluşturmak esasına dayanmaktadır.” Şeklinde tanımlanmaktadır (Bolak, 2004: 91).



Hedging ile ilgili üç boyut bulunmaktadır: hedge oranı, baz risk ve hedging maliyeti. Hedge oranı, bir birim nakit pozisyonun riskinden korunmak için kaç tane hedging aracı kullanılması gerektiğinin göstergesidir. Opsiyonlarda olduğu gibi riskin opsiyon yazıcısına aktarılması için opsiyon alıcısının ödediği prim hedging maliyeti olarak tanımlanmaktadır (Bolak, 2004: 235).

### **3.2.1. Türev Yatırım Araçlarında Hedging**

Vadeli işlem sözleşmelerinde hedging işleminin amacı mevcut risklerden korunmak isteyen yatırımcının bu riskleri taşımaya istekli spekülörlere aktarmaktır. Vadeli işlemlerde sözleşmeyi alan tarafın amacı fiyatı sabitleyerek riskten korunmaktır. Vadeli işlem sözleşmesi satan tarafın amacı ise dayanak varlığın değerini korumaktır. Dayanak varlığın değerini korumadaki amaç fiyat düşüşüne engel olmak, faiz riskinin dayanak varlığın fiyatını etkilemesini engellemektir. Vadeli işlem piyasasında yer almayan bir ürünün korunması için vadeli işlem piyasası olan ve aralarında yüksek fiyat korelasyonu bulunan bir başka dayanak varlık ile vadeli işlem yapılarak koruma sağlanmaktadır. Buna aynı zamanda çapraz korunma denmektedir (Karatepe, 2000: 18-19).

Örneğin; futures sözleşmeleriyle hedging işlemini gerçekleştirebilmek için dayanak varlık ve aynı varlık üzerine yapılan vadeli işlem sözleşmesi aynı portföyde yer almalı ve zıt pozisyonlarda işlem yapılmalıdır. İleriki bir tarihte bir varlığı satmayı planlayan bir yatırımcı fiyat riskini hedge etmek istiyorsa future kontrat satım sözleşmesi yaparsa bu kısa hedge, eğer bir varlığı almayı planlıyorsa future kontrat alım sözleşmesi yaparak uzun hedge sağlamış olmaktadır. (Karatepe, 2000: 34- 35).

### **3.2.2. İslami Yatırım Araçlarında Hedging**

Sakarya ve Akkuş (2018), çalışmalarında literatür taraması yaparak kalitatif değerlendirme yöntemiyle İslami finasta türev ürün kullanımını ve türev ürünlerin yerini alabilecek İslami finansal araçları incelemişlerdir. Sonuç olarak, türev ürünlerin İslami finansal ilkelere uyumunun çok zor olduğunu, spekülatif amaç taşıdığını, fiziki teslimat yerine nakit uzlaşısının kabul gördüğünü, üretim ve emekten kar elde etmek yerine fiyat farklılıklarından kar elde edildiğini fark etmişlerdir. Ve bu araçların İslam hukuku ilkeleriyle uyumlaştırılrsa bile hangi amaçlarla kullanılabilceğinin kontrolünün sağlanamayacağına sonucuna varmışlardır.

Alrifai (2017), 1634 ve 2008 yılları arasındaki neredeyse tüm dünyayı etkileyen krizleri ele almıştır. Özellikle 2008 krizinin ipotek destekli menkul kıymetlerin türev

araçlara dönüştürülerek piyasaya sürülmesi sonucu bir balon oluşturduğu keşfetmiştir. Türev araçlar yüzünden yaşanan kayıpların kaldıraç etkisiyle beraber katlanarak dünya ekonomisi nasıl etkilediğini ortaya koymuştur. Krizlerin bir diğer sebebinin ise yolsuzluk ve sahtekarlık gibi işlemler olduğunu iddia etmiştir. Sonuç olarak geleneksel finans sisteminin en büyük sorunun borç olduğunu vurgulamıştır. Bu sorunun genelde özkaynakla finansman sağlayan, İslam hukukunun etik ve paylaşım esaslı değerlerine dayanan İslami yatırım araçlarıyla çözüme kavuşabileceğini savunmuştur.

Al-Suwailem (2006), riskin ekonomik faaliyetlerden elimine edilemeyeceğini belirtmiştir. Fakat riskin yönetilebileceğini, bu riski yönetirken risk dağılımının faydalarını elde edebilen, katma değer sağlayan, Meysir konusunda nötr olan finansal araçların kullanılması gerektiğini vurgulamıştır. Riskin varlığın mülkiyetinden ayrılamayacağını, kar amacı gütmeyen düzenlemelerle karşılıklı koruma sağlayarak spekülasyon gibi sorunlardan korunulabileceğini açıklamıştır.

### **3.3. Türev Araçların ve İslami Yatırım araçlarının İçerdiği Riskler**

**Faiz Opsiyonlarının Riskleri:** Diğer opsiyonlardan daha büyük miktarlarda işlem yapıldığı için maliyeti fazladır. Opsiyon takas kurumu fiziksel teslim dayalı işlemlerde türev sözleşmeye konu varlığın olmaması durumunda benzer bir varlığın teslimini öngörebilir. Dayanak varlık ve türev araçların işlem seansları genelde farklı olduğu için doğru fiyatlandırmada risk oluşabilmektedir (Ersan, 2003: 164).

**Döviz Opsiyonlarının Riskleri:** Dayanak varlık bir yabancı para biriminden oluştuğu için hem sistematik hem de sistematik olmayan risklere açıktır. Seans saatlerinden dolayı fiyat oluşumları doğru olmayabilir. Yabancı para birimi kullanılan ülkenin yasal mevzuatı (vergi gibi) risk oluşturabilmektedir. Döviz kuru opsiyonlarının teslimatı yabancı para birimi kullanılan ülkenin banka gibi bir kurumu tarafından yapılmaktadır. Bu kurumun tasfiyesi ya da iflasının vadeden önce gerçekleşme olasılığı risk oluşturmaktadır (Ersan, 2003: 164).

**Swap Sözleşmesinin Riskleri:** Swap sözleşmeleri piyasa riski içermektedir. Faiz oranlarında ya da döviz kurlarında meydana gelen değişimler aracı kurumu olumsuz yönde etkilemektedir. Swap sözleşmeleri aynı zamanda kredi riski de içermektedir. Swap sözleşmesi taraflarından biri ödeme güçlüğüne düşerse aracı kurum zarara uğramaktadır. Çünkü temerrüde düşen tarafın yükümlülüğünü yerine getirerek telafi riskini de üstlenmiş olmaktadır. Para swaplarında anaparalarda değiştirildiği için kredi riski daha fazla olmaktadır (Chambers, 2012: 144- 145).

Futures Sözleşmesinin Riskleri: Futures sözleşmeleri, sözleşmelerin eksik veya hatalı düzenlenmesinden kaynaklanan sözleşme riski ve ileriki bir tarihte fiyatlarda gerçekleşmesi beklenen gelişmelerin aksi yönde gerçekleşmesiyle başlangıç teminatının düşüşe geçmesi karşısında marjin riskiyle karşı karşıya kalmaktadır. (Sağlam, 2017: 27)

Risk sermayesinin içerdiği riskler şöyledir:

Teknolojik risk: Ar-ge çalışmaları sırasında girişimcinin yeterli teknolojik bilgi birikimine sahip olmamasıdır (Toroslu, 2000: 118).

Yönetim riski: Şirketin iyi yönetilmemesidir (Toroslu, 2000: 118).

Finansman riski: Ek finansman bulamama, giderlerin risk sermayesini aşması durumudur (Toroslu, 2000: 118).

Üretim riski: Ürünün seri üretime uygun olmaması ya da bunun için yeterli teknolojinin bulunamamasıdır.(Toroslu, 2000: 118).

Pazarlama riski: Ürünün rakiplerinden, ürüne olan arz ve talepten kaynaklanan riskdir.

Demode olma riski: Hızlı gelişen ve ileri teknoloji içeren ürün piyasalarında ürünün yaşam ömrünün kısa olmasından kaynaklanan risktir. (Toroslu, 2000: 119).

Varantın İçerdiği Riskler: Varantlar sermaye piyasası aracı olduğu için hisse senedi piyasası, tahvil piyasası, finansal, hukuki, ekonomik ve politik düzenlemelere ilişkin riskler içermektedir (Sakarya, 2014: 176-177).

- Aynı zamanda genel piyasa riskleri, ihracçının kredi riski, döviz kuru riski, faiz oranı riski, enflasyon riski, likidite riski gibi riskleri de içermektedir.

- Varantların vade riski de mevcuttur. Yatırımcının beklediği hareket vade içerisinde gerçekleşmeyebilir.

- Kaldıraç riskinde yatırımcı kar etmek yerine zararda edebilir. Fakat ödediği primden dolayı zararı sınırlıdır.

- Varant için piyasada yeterince likidite bulunamazsa alış satış emirlerinin yetersizliğinden pozisyonun kapatılması zorlaşabilir veya kapatılamayabilir.

- İhraççı yükümlülüğünü yerine getirmezse ihracçının kredi riskini yatırımcı üstlenir.

- İhraççının kredi derecesinin düşmesi varantın değerinin düşmesine neden olmaktadır.

Zarar riski: İslami yatırım araçlarında en önemli risk girişimcinin zarar etme riskidir. Girişimcinin zarar etmesi durumunda riski yatırımcısına eşit dağıtan İslami bankalar bu riski de yatırımcısına dağıtacaktır.

Suistimal riski: İslami yatırım araçları iyi insan modeli üzerine kurulu olduğu için katılım bankalarından fon kullanan müşterilerin muşareke ya da mudarebe yöntemlerinde kendilerine tanınan hakları kötü yönlü kullanma riski yüksektir.

Karşı taraf ve Teslim Riski: bazı islami sözleşmelerde para peşin ödenirken, mal vadeli teslim edilmektedir. Bu tür sözleşmelerde müşteri malı almaktan vazgeçebilir, malın kalitesi istendiği gibi olmayabilir ya da malın teslimi gecikebilmektedir (Ayub, 2017: 284).

Fiyat riski: selem sözleşmelerinde vadeli teslim edilen malın fiyatı ileride değişebilir. (Fiyatın piyasada düşmesi gibi) (Ayub, 2017: 284-294). İcare sözleşmelerinde kiracı kirayı ödeyemeyip temerrüde düşebilir, kiralanan mal hasar görebilir ya da bakım masrafları da bir risktir (Ayub, 2017: 324).

### 3.4. Türev Araçlar Ve İslami Finansal Araçların Riskten Korunma (Hedging) Açısından Karşılaştırılması

Tablo 3: Türev Araçlar, İslami Yatırım Araçları ve Tekafülün Farkları

Kaynak: (Çalık ve Aygün, 2017: 51; Kalaycı, 2013: 65-66; Yazıcı, 2016: 59-79; Kaya vd., 2017: 54)

Karakter	İslami Finansal Araçlar	Türev Araçlar	Tekafül
<b>Sözleşme</b>	Kur'an(Ayet, Hadis, İcma, Kıyas ) esas alınarak taraflar arasında yapılır.	Risken korunma ve kar amacıyla yapılır. Risk karşı tarafa yüklenir.	Teberru esaslıdır. Kar amacı yoktur. Tek taraflıdır. Risk paylaşımıdır.
<b>Finansman Etiği</b>	Alışverişe/Ticarete dayalı finansman ve yardımlaşma esası	Kaldıraç etkisini kullanarak yüksek kar elde etmek için yüksek risk üstlenme	Teberru ile toplanan miktarlarla fon oluşturulur. Risk meydana geldiğinde teberru katılımcısına ödeme yapar.
<b>Risk ve Özsermaye Finansmanına Katılım</b>	Özsemaye ya da ortaklık yoluyla finansman sağlanır. İslami sigorta da bağış yoluyla finanse edilir. Kar- zarar paylaşımı esastır.	Başka bir varlığın fiyatına bağlı olarak fiyatları belirlenir. Küçük miktarlarla büyük riskler belirlenir.	Teberru ile katılım sağlanır. Fonun riski retakafül ile aktarılır.
<b>Kâr-zarar Paylaşımı</b>	Çoğu işlem ödünç verenlerin performansından bağımsız, değişebilir getirilere dayanır. Daha büyük risklerin paylaşımı onların daha profesyonelce yönetilmesini zorunlu kılar. Mudiler ve yatırımcılar geleneksel sisteme göre daha yüksek getiri fırsatlarını yakalar.	Bir taraf kazanırken diğer taraf kaybeder.	Tazminatlar ödendikten sonra artan bakiye dağıtılır. Zarar sonucunda katılımcılara katılım oranlarında tazminat ödenir. Bu yeterli değilse karzı hasen yöntemiyle borç verilir.
<b>Anapara ve Kar Garantisi</b>	Anapara garantisi yoktur.	Alınan ya da Ödenen prim kadar kar, swapta anapara garantisi vardır.	Artan bakiye katılımcılara paylaşılır. Kar ise fonun yatırımlara yönlendirilmesiyle oluşturulur. Anapara garantisi yoktur.
<b>Odak noktası</b>	Ticaret kaynaklı kar	Ticaret olması gerekmez. Borç ve paradan kar sağlamaya çalışır.	Sigorta
<b>Kaldıraç</b>	Risk paylaşımı ve yardımlaşma esası olduğu için kaldıraç etkisi yoktur.	Faiz ile haksız kazanç sağlama bir taraf kazanırken bir taraf kaybeder. Manipülasyon ve spekülasyona açıktır. Açığa satış vardır.	Risk paylaşımı ve yardımlaşma esası olduğu için kaldıraç etkisi yoktur. Fakat fonun kar etmesi yüksek getiri sağlayabilir.

## SONUÇ

Gelecekteki risklerden korunmak amacıyla oluşturulan türev araçlar, başka bir finansal aracın parasal değerine dayandığı için riskten koruma amacının dışına çıkarak mevcut olan riskin artışına yol açmaktadır. İslami finansal amacının temelini oluşturan alışveriş temasının oldukça dışında yer almaktadır. Tahviller gibi ileride ödenip ödenmeyeceğinin belli olmayan bir ürünün belirsizliğinin üzerine bir tarafın zararının bir tarafın karına dönüştüğü bir sistem olarak çalışmaktadır. Özellikle manipülasyona açık olan türev araçlar sayesinde fiyatlar istenildiği gibi indirilip çıkarılabilmekte ve bunun sonucunda vadeli işlem borsaları patlamaya hazır bir saatli bombaya dönüşmektedir.

İslami finans ise dayandığı ilkeler açısından (belirsizlik ve faiz yasağı gibi) daha somut ve net işlemlere izin vererek doğal bir koruma yöntemi oluşturmaktadır. Aynı zamanda yardımlaşmayı esas alan bir islami finans ürünü olan Tekafül sayesinde riski kişiler arasında dağıtarak türev araçlardan daha iyi bir koruma sağlamaktadır.

İslami finans sisteminde riskten koruma amacıyla türev araçlar kullanılabilir mi sorusuna Bayındır (2005) çalışmasında türev araçlarının dayanağının kıymetli evrak ya da para olması, faiz içermesi ya da faizlerin değiştirilmesi, vadeli olmalarından dolayı kredi işlemi gibi olması sebebiyle uygun olmadığı kanaatine varmıştır. Fakat bu araçların İslami finansın niteliklerine uygun hale getirilmesi halinde bazılarının riskten korunma amacıyla ve yardımlaşma esasıyla kullanılabileceğini de belirtmiştir.

Opsiyonlardan prim alınması İslam hukuku açısından caiz görülmemektedir. Bunun yanı sıra fiyattaki değişkenliğe bakılarak sözleşmenin gerçekleşmesi ve teslimatın buna göre yapılması İslam hukukuna uymamaktadır (Ayub, 2017: 231).

Bunun yanı sıra Al- Suwailem'e (2006) göre risk hiçbir zaman yok edilemez. Fakat İslami Finansta olduğu gibi katma değerli varlık yaratmak için kullanılabilir.

Bazı çalışmalarda İslami Finansal Araçların mı yoksa Türev Araçların mı daha etkili koruma sağladığı araştırılmıştır.

Can (2015), tezinde faizsiz finans sisteminin kapitalist finans sisteminin etrafından dolaşarak işlem yaptığını iddia etmiştir. Yeni bir alternatif olmadığını mevcut sistemin büyümesini sağlayan bir mecra olduğunu, geleneksel finansal sistemin ürünlerini değişikliğe uğratarak kullandığını belirtmiştir. Araştırmasında İslami finans ürünlerinin kriz dönemlerinde geleneksel finansal ürünleri gibi olumsuz etkilendiğini ve geleneksel finansal ürünlerle hemen hemen aynı düzeylerde seyrettiğini bulmuştur.

Hatipoğlu ve Sekmen (2018), İslami finans alanında oynaklığa sebep olan risk faktörlerinden döviz kurunu dolar bazında incelemişlerdir. Dolar kurunun İslam Borsa Endeksine etkisi olup olmadığını araştırmışlardır. 2002 mayıs ve 2018 şubat arasındaki aylık verileri genişletilmiş genelleştirilmiş koşullu varyans (GARCH) modelini kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonucunda da doların değerindeki artışın İslami borsalardaki dalgalanmayı azatlığını, doların değer kaybının İslami borsalardaki dalgalanmayı arttırdığını bulmuşlardır. Sonuç olarak İslami finansal araçlarda kur riskinden etkilenmektedir.

İslami yatırım araçları ve Türev araçların aynı portföyde kullanılarak etkili koruma sağlayıp sağlamadığı ayrı bir araştırma konusu olabilir.

## KAYNAKLAR

- Al-Suwailem, S. (2006). *Hedging In Islamic Finance, Occasional Paper No:10*, Islamic Development Bank, Jeddah.
- Alrıfaı, T. (2017). *İslami Finans ve Yeni Finansal Sistem*, (çev. Barış Satılmış), Buzdağı, Ankara.
- Apak S., Uyar M. (2011). *Türev Ürünler ve Finansal Teknikler*, Beta, İstanbul.
- Ayub, M. (2017). *İslami Finansı Anlamak*, (çev. Suna Akten Çürük, Raif Parlakkaya), İktisat Yayınları, İstanbul.
- Bayındır, S. (2005). “Finansal Türev Varlıklar ve Bu Varlıklar Üzerine Yapılan Sözleşmelerin Fıkhi Tahlili”, *İstanbul Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi*, 12, 51-73.
- Berk, N. (2015). *Finansal Yönetim*, Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Bolak, M. (2004). *Risk ve Yönetimi*, Birsen Yayınevi, İstanbul.
- Can, Z. (2015). *Finansal İstikrarsızlık ve Kriz: Faizsiz Finans Bir Alternatif Mi?*, İktisadi Araştırmalar Vakfı İktisadi İşletmesi Yayınları, İstanbul.
- Ceylan, A. (2000). *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Ceylan, A. (2003). *Finansal Teknikler*, Ekin Kitabevi, Bursa.
- Chambers, N. (2012). *Türev Piyasalar*, Beta, İstanbul.
- Çalık Bildirici E., Aygün M. (2017). “Geleneksel Bankalar İle Katılım Bankalarının Finansal Performanslarının Basel III Kriterleri Açısından Kıyaslanması”, *Journal of Current Researches on Business and Economics (JoCREBE)*, 7 (2), 47-64.
- Dönmez Ç. A., Başaran Y. vd. (2002). *Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş*, İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü.
- Ercan M. K., Ban Ü. (2018). *Finansal Yönetim*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Ersan, İ. (2003). *Finansal Türevler*, Literatür, İstanbul.
- Gitman L. J., Zutter C. J. (2012). *Managerial Finance (13. Ed.)*, Prentice Hall, Boston.
- Gündoğdu, A. (2012). “Türk Sermaye Piyasasında Yapılandırılmış Yeni Bir Finansal Ürün: Varant”, *Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi*, 4 (1), 57-65.
- Hatipoğlu M., Sekmen T. (2018). “Seçilmiş Bazı Risk Faktörlerinin İslami Borsalar Üzerindeki Etkileri”, *MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 7 (4), 231-240.
- Hull, J. C. (2018). *Options, Futures and Other Derivatives (10. Ed.)*, Pearson, New York.
- İpekten, O. B. (2010). “Risk Sermayesi Finansman Modeli”, *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7(1), 385-408.
- Kalaycı, İ. (2013). “Katılım Bankacılığı: Mali Kesimde Nasıl Bir Seçenek?”, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9 (19), 51-74.
- Karan, M. B. (2013). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Karatepe, Y. (2000). *Türev Piyasaları*, A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını, Ankara
- Kaya, A. (2001). “Dünyada ve Türkiye’de Risk Sermayesi”, Ankara.  
<http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/437>(02.08.2019).



- Kaya S., Yardımcıoğlu F., Aslan H. (2017). *Tekafül Teori ve Uygulama*, Ensar, İstanbul.
- Kondak, N. (2002). *İşletmelerde Finansman Sorunu ve Çözüm Yolları*, Der Yayınevi, İstanbul.
- Korkmaz T., Ceylan A. (2015). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Yayınevi, Bursa.
- Korkmaz, T. (1999). *Hisse Senedi Opsiyonları Ve Opsiyonu Fiyatlama Modelleri*, Ekin Kitapevi, Bursa.
- Koy, A. (2018). *Türev Piyasalar; Emtia Türevleri- Opsiyonlar- Vadeli İşlem Sözleşmeleri*, Seçkin, Ankara.
- Kuğu, T. D. (2004). “Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi”, *Yönetim ve Ekonomi: Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11 (2), 141-152.
- Orman S. vd. (1987). *Para, Faiz ve İslam*, İslami İlimler Araştırma Vakfı Yayınları.
- Öz E., Akdağ Y. (2010). “Yeni Bir Finansal Araç: Varant ve Vergilendirilmesi”, *Yaklaşım Dergisi*, <http://www.ersanoz.com/makaleler/yeni-bir-finansal-arac-varant-ve-vergilendirilmesi.pdf> (04.08.2019).
- Özsoy, M. Ş. (2012). *Sağlam Bankacılık Modeli ile Katılım Bankacılığına Giriş*, Kuveyt Türk, İstanbul.
- Resmi Gazete, (20.09.2017). *30186 sayılı Katılım Sigortacılığı Çalışma Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik*.<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2017/09/20170920-7.htm> (22.12.2019).
- Resmi Gazete, (14.09.2019). *30888 sayılı Faizsiz Bankacılık İlke ve Standartlarına Uyuma İlişkin Tebliğ*.<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2019/09/20190914-4.htm> (22.12.2019).
- Sağlam, M. (2017). *Çizgilerle Türev Ürünler*, Nisan Kitabevi, Eskişehir.
- Sakarya, Ş. (2014). *Türkiye’de Varantlar ve Fiyatlaması*, Ekin, Bursa.
- Sakarya Ş., Akkuş H. T. (2018). “Türev Ürünlerin İslami Finans Modelleri Açısından Değerlendirilmesi”, *Adam Akademi*, 8 (2), 267-299.
- Sancak, İ. E. (2012). *Türev Finansal Araçlar Sözlüğü*, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Sayılgan, G. (2017). *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansmanı*, Siyasal Kitabevi, Ankara.
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası Finans*, Güzem Can Yayınları, İstanbul.
- Shanmugam B., Zahari Z. R. (2009). *A Primer on Islamic Finance*, Research Foundation of CFA.
- Siddiqi A., Hrubı P. (2008). *Islamic Investment Funds Versus Hedge Funds*, Wien.
- Tok, A. (2009). *İslami Finans Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler*, Sermaye Piyasası Kurulu Hukuk İşleri İdaresi, Ankara.
- Toroslu, M. V. (2000). *Çağdaş Finansal Teknikler*, Beta, İstanbul.
- Türkmen, Y. S. (2012). *Varantlar*, Beta, İstanbul.
- Ural, M. (2016). *Türev Ürünler ve Riskten Korunma*, Detay Yayıncılık, Ankara.

- Uzunoğlu, H. (2018). *Finansal Bilgi Manipölasyonu: Bist Sınai Endeksi (XUSIN) Uygulaması*, Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Yalçın K. vd. (2014). *Finansal Teknikler ve Türev Araçlar*, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Yanpar, A. (2015). *İslami Finans İlkeler, Araçlar ve Kurumlar*, Scala Yayıncılık, İstanbul.
- Yaslıdağ, B. (2016). *Türev Piyasalar ve Analiz Yöntemleri*, Seçkin, Ankara.
- Yazıcı, R. (2016). "Finansal Krizlerin Önlenmesinde Katılım Bankacılığı Sisteminin Rolü Üzerine Bir Değerlendirme", *Sakarya İktisat Dergisi*, 5 (1) , 59-82.
- Yıldırım, İ. (2014). "Tekafül (İslami) Sigortacılık Sisteminin Dünyadaki Gelişimi Ve Türkiye’de Uygulanabilirliği", *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi* 6, 49-58.
- Yücel, E. (2015). *Türev Ürünlerin Manipölasyon Aracı Olarak Kullanılması ve Bağımsız Denetim Sorunları*, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

### Raporlar

- Bank for International Settlements, (2017). "OTC derivatives statistics at end June 2017", *BIS*, 1-11. [https://www.bis.org/publ/otc\\_hy1711.pdf](https://www.bis.org/publ/otc_hy1711.pdf) (14.08.2019).
- Bank for International Settlements, (2018). "OTC derivatives statistics at end June 2018", *BIS*, 1-11. [https://www.bis.org/publ/otc\\_hy1810.pdf](https://www.bis.org/publ/otc_hy1810.pdf) (14.08.2019).
- Borsa İstanbul, (2017). "Entegre Faaliyet Raporu", *BIST*, 1-116. <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/kurumsal-yonetim/borsa-istanbul-2017-entegre-faaliyet-raporu.pdf?sfvrsn=10> (10.11.2019).
- Borsa İstanbul, (2018). "Entegre Faaliyet Raporu", *BIST*, 1-158. <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/kurumsal-yonetim/borsa-istanbul-2018-entegre-faaliyet-raporu.pdf?sfvrsn=26> (10.11.2019).
- The WFE Statistics Team, (2017). "WFE IOMA 2016 Derivatives Report", 1-44. [https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/files/ioma\\_derivatives\\_market\\_survey/2016%20IOMA%20Derivatives%20Market%20Survey.pdf](https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/files/ioma_derivatives_market_survey/2016%20IOMA%20Derivatives%20Market%20Survey.pdf) (22.08.2019).
- The WFE Statistics Team, (2018). "WFE IOMA 2017 Derivatives Report", 1-50. [https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/files/ioma\\_derivatives\\_market\\_survey/2017%20IOMA%20Derivatives%20Market%20Survey.pdf](https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/files/ioma_derivatives_market_survey/2017%20IOMA%20Derivatives%20Market%20Survey.pdf) (22.08.2019).
- The WFE Statistics Team, (2019). "WFE IOMA 2018 Derivatives Report", 1-53. <https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/statistics/WFE%202018%20IOMA%20Derivatives%20Report%20FINAL%2010.04.19.pdf> (14.08.2019).

### Web Siteleri

- WEB\_1. (2019). Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions Web Site.  
<https://aaoifi.com/?lang=en> (22.12.2019).
- WEB\_2. (2019). General Council of Islamic Banks and Financial Institutions Web Site.  
<https://cibafi.org/About> (22.12.2019).
- WEB\_3. (2019). International Islamic Financial Market Web Site.  
<https://www.iifm.net/about-iifm/corporate-profile/> (22.12.2019).
- WEB\_4. (2019). International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance Web Site.  
<https://www.isra.my/> (22.12.2019).
- WEB\_5. (2019). Islamic Development Bank Web Site.  
<https://www.isdb.org/who-we-are/about-isdb> (22.12.2019).
- WEB\_6. (2010). Islamic Financial Services Board Web Site.  
<https://www.ifsb.org/index.php> (22.12.2019).
- WEB\_7. (2017). Islamic International Rating Agency Web Site.  
<http://iirating.com/corprofile.aspx> (22.12.2019).
- WEB\_8. (2019). Organisation Of Islamic Cooperation Web Site.  
[https://www.oic-oci.org/page/?p\\_id=52&p\\_ref=26&lan=en](https://www.oic-oci.org/page/?p_id=52&p_ref=26&lan=en) (22.12.2019).

## ÖZGEÇMİŞ

### KİMLİK BİLGİLERİ

**Adı Soyadı** : Gamze KOJUK  
**Doğum Yeri** : Denizli  
**Doğum Tarihi** : 08/08/1992  
**E-posta** : gamzekojuk@gmail.com

### EĞİTİM BİLGİLERİ

**Lise** : 2006-2010 Nevzat Erten Lisesi (74,58/100)  
**Lisans** : 2010-2015 Pamukkale Üniversitesi/ İşletme (3,23/4)  
**Yüksek Lisans** : 2015-2019 Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Muhasebe ve Finansman Tezli Yüksek Lisans Programı (3,69/4,00)  
**Yabancı Dil ve Düzeyi**: İngilizce (Eylül 2016 YDS: 55)

**İŞ DENEYİMİ** : Nisan 2018-Devam Ediyor / Pamukkale Teknokent Yönetici A.Ş. (Firma Temsilcisi)