

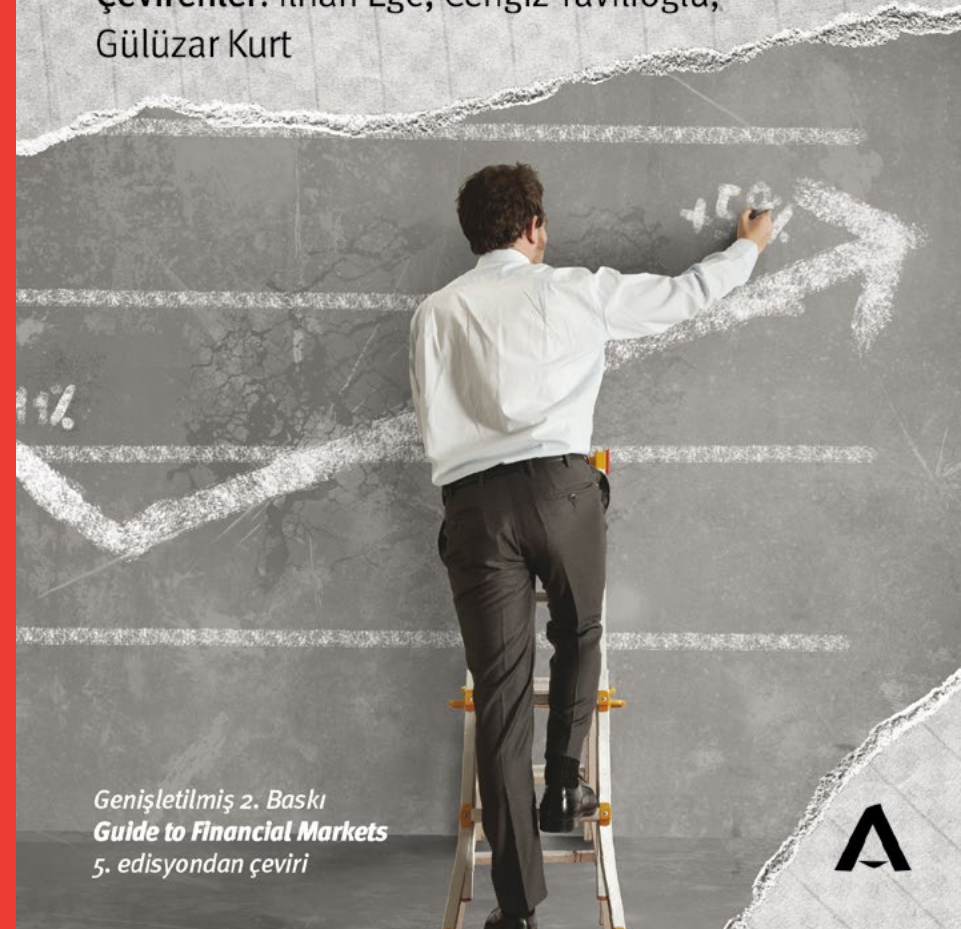
The
Economist

Finansal Piyasalar Kılavuzu

Marc Levinson

Çeviri Editörü: İlhan Ege

Çevirenler: İlhan Ege, Cengiz Yavilioğlu,
Gülüzar Kurt



Levinson, Marc (2014) *Finansal Piyasalar Kılavuzu*, Çevirenler: İlhan Ege vd., Ankara: Adres Yayınları.

Genişletilmiş 2. Baskı
Guide to Financial Markets
5. edisyondan çeviri



Levinson, Marc

Finansal Piyasalar Kılavuzu
Guide to Financial Markets (5th ed.)

Çeviri Editörü: İlhan Ege

Çevirenler: İlhan Ege, Cengiz Yavilioğlu ve Gülüzar Kurt

ISBN 13: 978-975-250-038-9

Adres Yayınları® / 39

2. Baskı: Nisan 2014; 1. Baskı: Şubat 2007

© 2012, 2006 Adres Yayınları®

© 2010, 2006, 2002, 2000, 1999 The Economist Newspaper Ltd.

© 2010, 2006, 2002, 2000, 1999 Marc Levinson

Bu kitabın yayın hakları Profile Books Limited'dan
ONK Ajans Ltd. Şti. aracılığı ile alınmıştır.

Yayına Hazırlayan: Selçuk Durgut

Sayfa Düzeni: Liberte Yayınları

Kapak Tasarımı: Muhsin Doğan

Montaj: Merkez Repro

Baskı: Tarcan Matbaası

Adres: Zübeyde Hanım Mah. Samyeli Sok. No: 15, İskitler, Ankara

Telefon: (312) 384 34 35-36 | Faks: (312) 384 34 37 | Sertifika No: 25744

LiBeRtE
liberteyayıngrubu

Adres: GMK Bulvarı No: 108/16, 06570 Maltepe, Ankara

Telefon: (312) 230 87 03 | Faks: (312) 230 80 03

E-mail: info@liberte.com.tr | Web: www.liberte.com.tr

Sertifika No: 16438

Marc Levinson



The Economist'in önceki finans ve iktisat editörüdür. Daha öncesinde *Newsweek*'te kıdemli yazarlık yapmış ve on yıldan uzun süre JPMorgan'da ekonomist olarak çalışmıştır. İktisadî konularda geniş bir alanda birçok makalesi *Harvard Business Review* ve *Foreign Affairs* gibi prestijli dergilerde yayınlanmıştır. Halen New York'ta Council on Foreign Relations'ta uluslararası işletme alanında uzman olarak görev yapmaktadır.

Adres Yayınları® Liberte Yayın Grubu'nun tescilli bir markasıdır

İÇİNDEKİLER

1. PİYASALAR NİÇİN ÖNEMLİDİR?	15
Başlangıç Noktası	16
Piyasalar Ne Yapar?.....	16
Piyasaların Büyüklükleri	18
Yüzyılın Sonundaki Yavaşlama.....	21
Yatırımcılar	24
Sigorta Şirketleri.....	28
Değişimin Dinamikleri	31
Kitap Hakkında.....	33
2. DÖVİZ PİYASALARI	35
Paralar Nasıl Ticarete Konu Olur?.....	37
Döviz Piyasaları ve İlişkili Piyasalar	39
Oyuncular	41
Başlıca İşlem Yerleri.....	42
En Çok İşlem Gören Para Birimleri	46
İşlemlerin Kapatılması	48
Döviz Kurları Niçin Değişir?	50

Döviz Kurlarının Yönetimi	52
Kur Değerlerinin Karşılaştırılması	60
Dalgalı Kurların Yönetimi	61
Fiyatlar Konusunda Bilgiye Ulaşma	62
Kur Endeksleri	65

3. PARA PİYASALARI **67**

Para Piyasaları Nasıl İşler?	70
Para Piyasalarında Yatırım Yapmak	71
Fâiz Oranları ve Fiyatlar	74
Para Piyasası Araçları	74
Repolar	85
<i>Future</i> Sözleşmeleri ve Para Piyasaları	88
Ticaret Nasıl Gerçekleşir?	89
Kredi Derecelendirmesi ve Para Piyasası	90
Para Piyasaları ve Para Politikası	91
Kısa Vâdeli Fâiz Oranlarının İzlenmesi	93

4. TAHVİL PİYASALARI **99**

Niçin Tahvil Çıkarılır?	101
Tahvil İhraç Edenler	102
Tahvil <i>Future</i> Sözleşmeleri	107
En Büyük Ulusal Piyasalar	107
Tahvil İhracı	109
Daha Fazla Kupon Değil	112
Piyasanın Değişen Yapısı	113
Tahvil Çeşitleri	116

Tahvillerin Özellikleri	120
Risk Derecelendirmeleri	123
Bir Tahvil Fiyatının Yorumlanması	125
Fâiz Oranları ve Tahvil Fiyatları	126
Enflasyon ve Tahvil Getirileri	128
Döviz Kurları, Tahvil Fiyatları ve Tahvil Getirileri	129
Getiri Eğrisi	130
Marjlar	133
Güvenliğin Arttırılması	134
Yeniden SatınAlım Anlaşmaları (Repolar)	136
Yüksek-Getirili Tahvil ya da Çürük Tahviller	137
Uluslararası Piyasalar	140
Yükselen Piyasalara Âit Tahviller	142
Tahvil Endeksleri	145

5. MENKÛL KIYMETLEŞTİRME (MENKÛLLEŞTİRME) **149**

Menkûl Kıymetleşme Süreci	151
Neden Varlığa Dayalı Menkûl Kıymet Çıkarılır?	153
Piyasanın Gelişimi	155
İpoteğe Dayalı Menkûl Kıymet	157
Amerikan Acente Menkûl Kıymetleri (Resmî Nitelikli Menkûl Kıymetler)	160
ABD Dışındaki Ülkelerde İpoteğe Dayalı Menkûl Kıymetler	163
İpoteğe Dayalı Olmayan Menkûl Kıymetler	167
Varlığa Dayalı Finansman Bonosu	170
Yapılandırılmış Finansman	172
Fiyatlama	175

Varlığa Dayalı Menkûl Kıymet Satın Alma.....	178
Performans Ölçümü.....	178

6. ULUSLARARASI SÂBİT GETİRİLİ MENKÛL KIYMET PİYASALARI 181

Avro-piyasaların Kısa Bir Tarihi.....	182
Günümüzde Uluslararası Tahvil Piyasaları	186
Para Piyasası Araçları.....	187
İhraççılar.....	189
Araçların Türleri.....	192
Swap Piyasası.....	193
Küresel Tahviller.....	195
Tahvil İhracı.....	195
Ticaret	196
Fiyat Konusunda Bilgiye Ulaşma.....	198
İleriye Dönük Senaryolar	200

7. HİSSE SENEDİ PİYASALARI 203

Piyasanın Kökenleri	203
Sermâye Artırımı	205
Hisse Senedi Türleri.....	208
Hisse Senedi Çıkarımı.....	211
İhraç Süreci	213
İlk İhraçta Menkûl Kıymet Alımı.....	215
Hisse Senetlerinin Yeniden Satın Alınması.....	216
Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler	217
Sermâye Değişmeden Hisse Senedi Sayısının Değiştirilmesi (Hisse Senedi Bölünmesi).....	223

Piyasa Etkinliği.....	224
Anahtar Rakamlar	225
Getiriyi Ölçme	229
Hisse Senetlerinin Fiyatları Hakkında Bilgi Temini	230
Tezgâh-üstü Piyasa	233
Borsalar.....	234
Uluslararası Kotasyonlar.....	241
Depo Sertifikaları	242
Yükselen Piyasalar	243
Hisse Senetlerinin Ticareti.....	244
Borsalar Nasıl İşler?.....	245
İşlemlerde Rekabet.....	247
Kurumsal Ticaret.....	251
Takas ve İşlemlerin Kapatılması	252
Kredi Kullanarak Menkûl Değerler Yatırımı Yapma	253
Piyasa Performansını Ölçme.....	254

8. FUTURE İŞLEMLERİ VE OPSİYON PİYASALARI 259

Ticarî Malların Özellikleri	260
Future ve Opsiyon Sözleşmeleri Niçin Alınıp Satılır?	261
Future Sözleşmeleri Borsaları.....	262
Birleşme Baskıları.....	265
Future Sözleşmeleri.....	267
Sözleşme Çeşitleri.....	267
Future Sözleşmeleri Nasıl Alınır Satılır?	268
Sözleşme Özellikleri ve Koşulları	269
Ticaret.....	271
Fiyatların Belirlenmesi	274

Fiyat Bilgisinin Elde Edilmesi.....	277
Emtia <i>Future</i> Piyasaları	277
Emtia (Mal) <i>Future</i> Sözleşmeleri Fiyat Tablolarının Okunması	284
Finansal <i>Future</i> Sözleşmeleri Piyasaları	287
Finansal <i>Future</i> Sözleşmeleri Fiyat Tablolarının Okunması	294
İşlemlerin Kapatılması	295
Güvenlik Marjı	297
Teslimat	299
Ticaret Stratejileri.....	300
Performans Ölçümü.....	302
Borsada İşlem Gören Opsiyonlar	303
Opsiyon Çeşitleri.....	305
Yeni Opsiyon Çeşitleri.....	309
Kazançlar ve Kayıplar	310
Tarzlar	311
Vâde Sonları.....	312
Neden Opsiyon Alım-Satımı Yapılır?	313
Opsiyon Borsaları.....	315
Opsiyonlar Nasıl İşlem Görür?	317
Fiyat Bilgilerinin Elde Edilmesi	318
Opsiyon Fiyatlarını Etkileyen Faktörler	319
Riskten Korunma Stratejileri.....	322
Takas ve İşlemlerin Kapatılması	326
9. TÜREV PİYASALAR	329
Türev Araçların Riskleri.....	332

Türev Araçların Çeşitleri.....	334
Türev Araçlara Mahsus Özellikler.....	346
Türev Ürünlerin Fiyatlanması	347
Türev Ürün İşlemlerinin Tamamlanması	349
Türev Piyasa Felâketleri	349
Muhasebe Riskleri.....	352
Yayınlanan Hukukî Düzenlemeler.....	352

10. DİZİN

353

1

PİYASALAR NİÇİN ÖNEMLİDİR?

AVRONUN YEN KARŞISINDAKİ DEĞERİ AZ DA OLSA yüksektir. Dow Jones Endüstriyel Ortalaması aktif ticarete 18 puan düştü. Bir Çin havayolu türev ürünler ile milyon dolarlar kaybetmiştir. İngiltere Merkez Bankası'nın baz fâiz oranını düşürme kararını vermesinin ardından, aylık “*mortgage*” ödemeleri düşüşe geçti. Bütün bu olağan olaylar finansal piyasaların işleyişi ile ilgili örneklerdir. Bu piyasaların modern hayat üzerinde geniş etkileri vardır. Dünyanın her yerinde insanların günlük hayatta konuştukları konular arasında yer alan “*Wall Street*”, “*tahvil piyasası*”, “*para piyasası*” kavramları olmasına rağmen, bu eskimiş kavramların taşıdıkları anlamlar zor anlaşılır ve sık sık da değişebilmektedir. Elinizdeki kitap, bu çerçevede farklı finansal piyasaların amaçlarının ve işleyiş mekanizmalarının açıklanmasında kullanışlı bir kılavuzdur. Bu çalışma, portföy yatırımlarınızın değerindeki artış veya azalış gibi konuları değil, portföyünüzün değerinin nasıl belirleneceğinin ve farklı menkûl kıymetlerin nasıl oluşturulduğunu ve işlem gördüğünün anlaşılmasına katkı yapacaktır.

BAŞLANGIÇ NOKTASI

“Piyasa” denince ilk anda zihinlerde canlanan şey, New York Menkûl Kıymetler Borsası’nın geniş koridorlarında veya Chicago Vâdeli İşlem Borsası’nda büyük işler yapma heyecanıyla koşuşturan tüccarlar olmaktadır. Bu algı ise kendi kendine güncelliğini yitirmiş, işlemler önceleri yüz yüze yapılırken, şimdi ise bilgisayar ile yapılmaktadır. Ancak, resmî döviz işlemleri finansal piyasaların sâdece bir kısmıdır ve en önemli kısmı değildir. Bu piyasalar, örgütlü ticaretin ve döviz işlemlerinin ortaya çıkışından önce de vardı. Bunların kökeni, insanların yerleşik hayata geçip, yetiştirdikleri ürünleri başkalarıyla değiş-tokuş yaptıkları zamana kadar uzanmaktadır. Bir sonraki sezonun ekilecek tohumlarını temin etmek ve ailelerinin yiyecek ihtiyacını karşılamak zorunda olan bu ilk çiftçiler, kötü hasat dönemlerinde, tohum ve yiyecek temini için başkalarından kredi almak zorunda kalıyorlardı. Hasat sezonu iyi geçerse, bu sefer çiftçilerin ürün fazlasını hemen satmaları veya depolamaları gerekiyordu. Bu hususlar, günümüz tüccarları için de geçerli olan zorunluluklardı. İlk çiftçilerin sepetindeki balık miktarı; hava, ürün durumuna ve yakalamalarına bağlı olarak günden güne değişmekteydi, kısaca döviz kuru dalgalanmaktadır.

Bu çiftçilerin aldıkları bağımsız kararlar, temel düzeyde finansal piyasa işlemlerini oluşturmakta ve bu piyasa günümüz finansal piyasalarıyla hemen hemen aynı amaçlara hizmet etmekteydi.

PİYASALAR NE YAPAR?

Birçok değişik yapıda olan finansal piyasalarda, işlemler oldukça farklı yöntemlerle yapılmaktadır. Ancak, ister Londra Menkûl Kıymetler Borsası gibi ileri derecede organize olmuş piyasalar olsun, isterse birçok Afrika başken-

tinin cadde köşelerinde para değiş tokuşu yapan tüccarların oluşturduğu organize olmayan piyasalar olsun, bütün finansal piyasalar aynı temel fonksiyonlara sâhiptir:

- ⌘ **Fiyat oluşumu.** Bir ons altının veya bir hisse senedinin değeri, ona sâhip olacak kişinin vermeyi arzu ettiğinden ne çok, ne de azdır. Piyasalar, bireylerin bunları satın alma ve satma isteklerine dayalı olarak, çeşitli ürünlerin gerçek değerlerini belirler, yani fiyat oluşumunu sağlarlar.
- ⌘ **Varlık değerlendirme.** Piyasa fiyatları, firmanın, varlıklarının veya mallarının değerini belirlemek için başvurulabilecek en iyi göstergedir. Fiyatlar sâdece alım satım yapan işletmeler için değil, regülatörler için de önemlidir. Örneğin bir sigortacının verimi, yıllar önce onlar için ödediği fiyattan hesaplırsa güçlü görünebilir fakat, onun gücünü anlamayla ilgili konu, borçlarını ödemek için nakde ihtiyacı olursa tahvillerin kaçta satılabileceğidir.
- ⌘ **Arbitraj.** Az gelişmiş finansal piyasalara sâhip ülkelerde, ticarî mallar ve paralar değişik yerlerde çok farklı fiyatlardan ticarete konu olabilirler. Finansal piyasadaki işlemciler bu farklılıklardan kazanç elde etmeye çabaladıkça, fiyatlar eşit düzeye gelmeye başlayacak ve bu da bütün ekonominin verimliliğinin artmasına katkı sağlayacaktır.
- ⌘ **Sermâye temini.** Firmalar yeni tesisler kurmak, makinelerini yenilemek veya diğer yollarla işletmelerini genişletmek için sıklıkla fon ihtiyacı duyarlar. Hisse senetleri, tahviller ve diğer finansal araç türleri bu fon teminini olanaklı kılar. Bunun yanı sıra finansal piyasalar ev veya otomobil almak, kredi kartıyla yaptıkları alışverişleri finanse etmek isteyen bireyler için de giderek artan bir şekilde sermâye kaynağı olmaktadır.

- ⌘ **Ticarî işlemler.** Uzun vâdeli sermâyenin yanı sıra finansal piyasalar, birçok ticarî işlemin yapılmasını olanaklı kılan bir ortam sunmaktadırlar. Bunlar içerisinde, örneğin müşterilerin ödemeleri geciktirmeleri durumunda, firmanın çalışanlarına ödeme yapabilmesi için gerekli olan net işletme sermâyesinin sağlanması ve yurt dışına satılan ürünlerin yurtdışında satılması için yapılan ödemelerin düzenlenmesi gibi unsurlar sayılabilir.
- ⌘ **Yatırım yapmak.** Hisse senedi, tahvil ve para piyasaları, âcilen ihtiyaç hissedilmeyen fonlardan getiri kazanılması fırsatını sunarlar ve gelecekte getiri sağlayacak varlıkları bir araya getirirler.
- ⌘ **Risk yönetimi.** Türev sözleşmeler (opsiyon, *future* sözleşmeleri vd.) ihrâcât karşılığı olan ödemenin yapılmasından önce yabancı paranın ulusal para karşısında değer kaybı gibi birçok risk türüne karşı koruma sağlayabilirler. Bu sözleşmeler ayrıca riskin fiyatlanmasını olanaklı kılarak firmaların ve bireylerin risklerini transfer etmelerini de sağlarlar.

PIYASALARIN BÜYÜKLÜKLERİ

Finansal piyasaların büyüklüğünün tahmin edilmesi zordur. “Finansal piyasalar” teriminin altına tam olarak nelelerin konulacağına karar vermek pek kolay olmadığı gibi, yıllık bazda gerçekleşen milyonlarca alım ve satım işleminin her biriyle ilgili verilerin toplanmasının bir yolu bulunmamaktadır. Dünya genelinde 2008 yılında, menkûl kıymet olarak tekrar satılmayan ulusal krediler hâriç toplam sermâye piyasasındaki finansman yaklaşık 6,4 trilyon dolar olmuştur (Bakınız Tablo 1.1).

2008 yılında gerçekleşen işlemleri gösteren 6,4 trilyon dolar rakamı büyük bir miktarı ifade etmekle birlikte, sâdece bir yıllık faaliyetleri gösterir. Tüm piyasaların incelenme-

Tablo 1.1: Finansal Piyasalarda Tutarsal Büyüklükler
(Net geri ödemeler - Milyar Dolar)

	2000	2002	2004	2006	2008
Uluslararası banka kredileri	714	540	1.343	2.816	-1.279
Uluslararası tahvil, senet ve bonoları	1.148	1.014	1.560	2.617	2.436
Uluslararası para piyasası araçları	87	2	61	168	82
Ulusal tahvil, senet ve bonoları	865	1.673	2.461	2.322	2.282
Ulusal para piyasası araçları	377	103	774	983	1.462
Uluslararası hisse senedi ihraçları	318	103	214	371	392
Ulusal hisse senedi ihraçları	901	320	593	717	999
Toplam, ulusal krediler hâriç	4.410	3.754	7.006	9.994	6.374

Kaynak: Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS); Dünya Borsalar Federasyonu (WFE)

sindeki başka bir yöntem de işlem gören finansal araçların tümünün değerinin tahmin edilmesidir. Bu yöntemle ölçüldüğünde 2008 yılında finansal piyasalar için 153 trilyon dolar bir değer hesaplanır (Bakınız diğer sayfadaki Tablo 1.2). Bu değer büyük olduğu kadar, sermâye artışı anlamına gelmeyen türev ürünler ve *future* sözleşmeleri gibi finansal araçların ticareti, küçük firmalar ve bireyler için banka kredileri, sigortalar gibi birçok önemli finansal faaliyetler bu şekilde dışarıda tutulmuştur. Bu sayılan konular dikkate alındığında, piyasaların toplam büyüklüğünün bu rakamların gösterdiğinden çok daha ötelere gittiği anlaşılacaktır.

Sınır Ötesi Ölçüm

Finansın büyümesini ölçmenin diğer bir yolu, sınır ötesi finansman değerinin incelenmesidir. Sınır ötesi finans, yeni bir kavram değildir. Geçmişte dünya ekonomisinin büyüklüğüne göre, oldukça yüksek düzeylere ulaştığı dönemler (örneğin 19. Yüzyıl’ın sonlarında) olmuştur. 1990’dan sonraki dönemde; 2008-09’daki finansal çöküş,

2

DÖVİZ PİYASALARI

HER ÜLKEDE FİYATLAR YA ÜLKE MERKEZ BANKASININ çıkardığı ulusal para ile veya bireylerin kendi işlemlerini birimlendirmek için tercih ettikleri farklı bir para birimiyle ifade edilir. Bununla birlikte, paranın değeri ancak dışsal bir referansa göre değerlendirilebilir. Dolayısıyla, bu referans (döviz kuru) her ekonomide temel fiyat fonksiyonu görevini görür. Bir paranın değerinin ölçülmesinde baz alınan referans, çoğunlukla diğer paralar olmaktadır. Farklı paraların göreceli değerlerinin belirlenmesi döviz piyasalarının fonksiyonudur.

Döviz piyasası diğer bütün finansal piyasaların temelini oluşturur. Bu piyasalar her bir ülkenin dış ticaret işlemlerini, yurtiçi faiz ve enflasyon oranlarını doğrudan etkiler; uluslararası yatırım akımlarını belirler. Dünyanın her köşesinde bütün para türleri üzerinden işlem yapılan bu piyasalar toplu olarak değerlendirildiklerinde en büyük finansal piyasayı oluştururlar. Her gün yüz binlerce adet döviz işlemi gerçekleşmekte, bir günlük ortalama işlem tutarı 3,1 trilyon doları bulmaktadır.

Döviz işlemlerinin geçmişi Antik Çağlar'a kadar uzanmakta olup, uluslararası ticaretin ve günün parasal regülasyonlarına bağlı olarak işlem hacmi artmakta veya azalmaktadır. Ortaçağ'da Avrupa ülkeleri ve krallıklarının sınırları arasında serbest bir şekilde dolanımda olan altın veya gümüş madeni paralar basılırdı. Döviz tâcirleri halkı, yabancı oldukları madeni paraların iddia edilenden daha az metal ihtiva ettiği şeklindeki endişelerinden kurtarmak için madeni paraların bir diğeriyle değiştirildiği bir form oluşturular. 14. Yüzyıl'ın sonuna kadar İtalya'da bankerler, çeşitli paralar cinsinden borç kâğıtları ihracı veya kredi verme faaliyetleriyle uğraşıyorlardı. Bu durum, ticarî ortakların bir gemi dolusu malı bir diğeriyle takas etmek veya her bir gemideki malları kıymetli madenlerle dolu kasalarla fiziksel olarak değiştirmek zorunda olmaları durumuna kıyasla, uluslararası ticaretin çok ileri boyutta genişlemesini olanaklı kılmıştı.

Ancak bu dönemlerde döviz ticareti uluslararası finansın küçük bir kısmını oluşturuyordu. 18. Yüzyıl'da kâğıt paranın yaygın bir şekilde kullanılmasıyla birlikte, paranın değeri de esas olarak hükümetin taşıyıcısına ödemeyi taahhüt ettiği altın veya gümüş miktarıyla belirlenmeye başlandı. Bu miktar sık sık değişiyordu ve işletmelerle yatırımcılar, döviz kuru hareketlerinin, kârlarını etkilemesi riskiyle karşı karşıya kalıyorlardı. İhrâcât veya bir yurtdışı şirketin satın alınması gibi belirli bir işlemle bağlantılı olanlar dışında yabancı para ticaretine çok fazla ihtiyaç duyulmuyordu.

Dünyanın önde gelen ekonomilerinin 1920'li ve 1930'lu yıllarda paralarının altınla bağlarını koparmalarının ardından bile döviz kurlarını istikrarlı tutma çabası yatmaktadır. İkinci Dünya Savaşı'nın sonunda oluşturulan yeni parasal düzenlemeler de sabit kurlara dayalıydı. Bu düzenlemeler 1960'lı yılların sonunda sarsılmaya başladı ve 1972 yılında en büyük ekonomilerin hükümetleri döviz kurlarının be-

lirlenmesini piyasa güçlerine bırakma kararı aldılar. Döviz kurlarının düzeyi hakkında ortaya çıkan belirsizlik para ticaretinde çarpıcı bir artışı da beraberinde getirdi.

1990'lı yılların sonlarında ise işlem miktarında azalma ortaya çıktı. Bunun iki önemli sebebi vardı: İlk olarak 12 Avrupa ülkesinin parası olarak avronun yürürlüğe konulması, bu ülkeler arasındaki döviz piyasası faaliyetlerini ortadan kaldırdı. Diğer taraftan, bankacılık sektöründe dünya çapında gerçekleşen konsolidasyon, piyasada önemli varlığı olan firma sayısını büyük ölçüde azalttı. 2003-2004'te kurumsal yatırımcıların, en çokta serbest yatırım fonlarının durağan hisse senedi piyasasına göre yüksek getiri beklentisi ile döviz piyasasındaki spekülâtif işlemler yapması döviz işlemlerini yeniden canlandırmıştır.

PARALAR NASIL TİCARETE KONU OLUR?

Döviz piyasaları ayrı ayrı fonksiyon gören ancak birbiriyle yakın bir şekilde bağlantılı olan dört farklı piyasadandır:

Spot Piyasa

Hemen teslim amacıyla alışverişe konu olan paralar spot piyasada işlem görür. Bir turistin yabancı para satın alması veya bir firmanın ihrâcât satışından elde ettiği kazançları hemen kendi ülke parasına dönüştürme kararı bir spot piyasa işlemidir. Elektronik aracılık hizmetleri büyük önem kazanmakla birlikte, finansal kurumlar, "aracılar (*dealer*)" ve büyük firmalar arasındaki yüksek tutarlı spot işlemler esas olarak telefon üzerinden düzenlenir. İki paranın fiilî değişimi bankacılık sistemi kanalıyla ve genellikle işlemin gerçekleşmesinden sonraki iki gün içerisinde gerçekleşir. Ancak Kanada dolarıyla ABD doları değişimi gibi bazı işlemler daha hızlı bir şekilde yapılır. Düşük tutarlı spot işlemler genellikle yüz yüze gerçekleştirilir.

Future Sözleşmeleri Piyasası

Future sözleşmeleri piyasaları, bütün katılımcılar için bir *future* sözleşmesi satın almak veya satmak suretiyle, gelecekte belirlenmiş tarihteki döviz kurunun sabitlenmesini olanaklı kılarlar. Örneğin 10 milyon İsviçre frankı alacağı olan bir Amerikan firması, Chicago Ticaret Borsası'nda İsviçre frankı *future* sözleşmesi satın alabilir. Bu sözleşme, firmanın aldığı frankların ilerideki bir tarihte, anlaşılan kurdan dolara dönüştürüleceğini garanti eder ve firmayı ödeme yapılmadan önce İsviçre frankının dolar karşısında değer kaybetmesi riskine karşı korur. Bununla birlikte, en yaygın işlem gören döviz *future* sözleşmelerinin ancak ¼'ü vâde sonuna kadar bekletilir. Kullanıcı döviz ödemesini tam sözleşmenin bitiş tarihinde almadıkça, döviz alacağı tarihle sözleşmenin sona erdiği tarih arasında ortaya çıkacak döviz kuru değişiklikleri riski ile karşılaşacaktır (*Future* sözleşmeleri piyasaları 8. Bölüm'de tartışılacaktır).

Opsiyon Piyasası

Günümüzde döviz işlemlerinin sâdece küçük bir kısmı döviz piyasalarında gerçekleşmektedir. İlk olarak 1982 yılında borsada işlem görmeye başlayan döviz opsiyonları, elinde bulundurana belirli bir zaman dilimi boyunca belirli bir fiyattan yabancı para veya yabancı para cinsinden *future* sözleşmesini alma veya satma hakkı (yükümlülüğü değil) verir (Opsiyon sözleşmeleri 9. Bölüm'de tartışılacaktır).

Türev Piyasalar

Döviz işlemlerinin büyük bir kısmı türev piyasalarda gerçekleşmektedir. Teknik olarak "türev" terimi opsiyonlar ve *future* sözleşmeleri dâhil çok sayıda finansal aracı tanımlamaktadır. Ancak yaygın kullanımda bu kavram organize olmuş borsalarda ticarete konu olmayan araçları ifade et-

mektedir. Bunlar aşağıdaki gibidir:

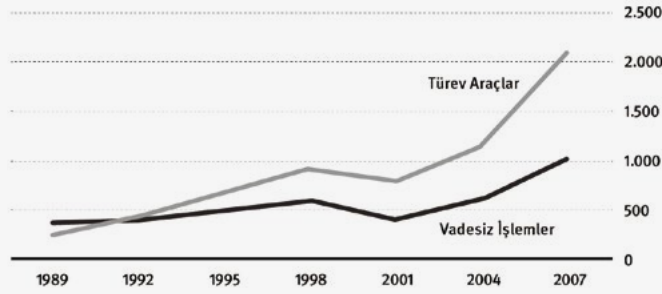
- ⌘ **Forward sözleşmeler.** *Future* sözleşmelerine benzer bir şekilde, ileride kararlaştırılan bir tarihte, belirli bir döviz kurundan, belirli miktar dövizin satışını sağlayan sözleşmelerdir. Ancak *future* sözleşmelerinin aksine döviz *forward* sözleşmeleri doğrudan bir döviz tâciri ile müşterisi arasında düzenlenirler. Miktar ve zaman uzunluğu bakımından müşterinin isteklerine göre düzenlenebildikleri için *forward* sözleşmeler daha esnek uygulamalardır.
- ⌘ **Döviz swapları.** Bir dövizin bir tarihte satın alımı veya satımını ve aynı miktarın gelecek bir tarihte alım veya satımının dengelenmesini içerir. İşlem başlatıldığı zaman her iki tarih de belirlenmiştir. *Swap*lar bütün döviz işlemlerinin yaklaşık %56'sını oluştururlar. Normal olarak *swap*lar bir hafta veya daha az süren kısa vâdeli işlemlerdir.
- ⌘ **Forward kur anlaşmaları.** İki tarafın fâiz ödeme yükümlülüklerini değiştirmelerine olanak verir ve eğer bu yükümlülükler farklı paralar cinsinden olursa sözleşmeye bir döviz kuru bileşeni eklenir.
- ⌘ **Bariyer opsiyonlar ve karma opsiyonlar.** Kullanıcısına döviz kuru riskini sınırlama olanağı veren türev ürünlerdir.

Büyük ölçekli türev işlemleri henüz yeni bir gelişme olmakla birlikte, Şekil 2.1'de gösterildiği gibi, türev ürünler en önemli döviz ticaret piyasası olarak, spot piyasanın yerini almaktadır (türev ürünler 9. bölümde daha ayrıntılı olarak incelenecektir).

DÖVİZ PİYASALARI VE İLİŞKİLİ PİYASALAR

Birçok durumda döviz ticareti özellikle tahvil ve para piyasası araçları olmak üzere menkûl kıymetler ticaretiyle yakın bir şekilde ilişkilidir. Bir paranın değer kazanacağına

Şekil 2.1: Döviz Piyasalarında Günlük Ortalama İşlem Hacmi (Milyar Dolar)



Kaynak: Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)

inanılan bir yatırımcı o parayı nakit biçimde tutmak istemeyecektir. Çünkü böyle yapmanın bir getirisi yoktur. Bunun yerine yatırımcı istediği parayı satın alacak, bu parayı likiditesi yüksek fâizli aktiflere yatıracak ve daha sonra nakit elde etmek için o aktifleri satacaktır.

Borç/Sermâye Oranını Artırma

Yatırımcılar çoğunlukla ilâve para koymaksızın belirli bir dövizle yönelik açık pozisyonlarını artırmak isterler. Bu ancak finansal kaldıraç veya borç/sermâye oranını artırmak suretiyle yapılabilir. Döviz piyasasında yatırım yapan bir yatırımcının kaldıraç elde etmesinin en kolay yolu, ilâve döviz satın almak için borçlanmasıdır. Kaldıraçlı spot piyasa işlemlerinin kullanılması çok cazip değildir. Çünkü borçlanılan paraya ödemesi gereken fâiz, yatırımcının döviz kuru değişikliklerinden elde edeceği kazancı aşabilir. *Future* ve opsiyon sözleşmeleri yatırımcılara döviz kuru hareketlerinden, belirlilik gerektiren nakit miktarına nazaran daha büyük kazançlar elde etme olanağı verirler. Eğer iki para arasındaki döviz kuru öngörülen şekilde hareket ederse, büyük firmalar ve kurumsal yatırımcılar, türev pi-

yasalarda kaldıraçlı pozisyonlar alabilirler. Fakat döviz kuru hareketleri ters yönde olursa, büyük kayıplara mâruz kalabilirler.

OYUNCULAR

Döviz piyasalarının katılımcıları dört kategoride toplanabilir:

İhrâcâtçılar ve İthâlâtçılar

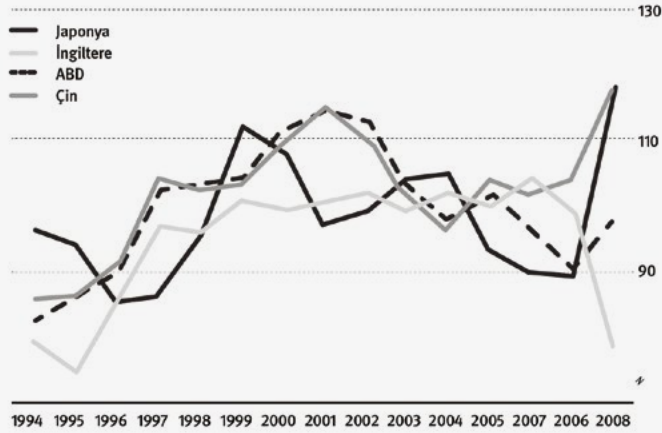
Uluslararası işlem yapan firmalar, çalıştıkları her bir ülkenin ulusal parasıyla tedarikçilere ve işçilere ödeme yapmak zorundadırlar. Ayrıca bu firmalara birçok farklı ülkedeki müşterilerinden ödeme yapılır. Diğer taraftan bu firmalar döviz cinsinden elde ettikleri kazançlarını nihâî olarak yerleşik buldukları ülkenin parasına dönüştüreceklerdir.

Tarihsel olarak, döviz ticaretinin temel amacı, uluslararası ticaretin ve seyahatin desteklenmesi olmuştur. Ancak modern zamanlarda işlem gören para hacmi, mal ve hizmet ticaret hacmini aşmıştır.

Yatırımcılar

Birçok işletmenin diğer ülkelerde kendi tesisleri vardır, mülkiyeti ellerinde tutarlar veya bu ülkelerdeki şirketleri satın alırlar. Doğrudan yabancı yatırım olarak bilinen bu faaliyetlerin tamamı, yatırımcının ilgili yabancı ülkenin parasını elde etmesini gerektirir. Bir yabancı para ile birimlendirilmiş tahvil, hisse senedi ve diğer menkûl kıymetlerin alımı gibi uluslararası portföy yatırımları ise çok daha büyük tutarlara ulaşmaktadır. Yatırımcı bir alım yapmak için gerekli parayı elde etmek, yabancı yatırımlarından elde ettiği kazançları kendi ulusal parasına dönüştürmek ve yatırımını sonlandırarak sermâyesini ülkesine geri göndermek için döviz piyasalarına girmek zorundadır.

Şekil 2.2: Ticarî-Ağırlıklı Döviz Kurları (2005 = 100)



Kaynak : Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)

kurunun yaklaşık yarısı koruna ve avro arasındaki döviz kuru tarafından belirlenir. Bu endeks seçilen temel bir yıl 100'e eşit olacak şekilde oluşturulur ve daha sonra söz konusu kurun bu temel yıla göre nasıl değişim gösterdiğini ölçer.

Şekil 2.2, IMF tarafından dört para cinsi için zengin ekonomilerle ticaretleri baz alınarak oluşturulan ağırlıklı döviz kurlarını göstermektedir. Ticarî ağırlıkları hesaplanmanın diğer yolları paraların ölçülen performansında farklılıklar ortaya çıkarır.

Diğer bütün endekslerin mâruz kaldığı problemler bu endeksler için de geçerlidir. Bununla birlikte, söz konusu endeksler para piyasalarındaki iki temel gerçeği açıkça ortaya koymaktadırlar. Her şeyden önce hiçbir para sonsuza kadar güçlü olarak kalmaz. Bu yüzden, satın almak ve elde tutmak, döviz piyasalarında kârlı bir strateji değildir. İkinci olarak paralar kısa zaman dilimleri içerisinde büyük ölçüde dalgalanabilirler. Bu da piyasaların gidişatını tahmin edebilen akıllı yatırımcılara potansiyel olarak büyük kazançlar sunar.

3

PARA PİYASALARI

PARA PİYASASI KAVRAMI; KISA VÂDELİ FON AKIŞINI gerçekleştiren şirketlerin, finansal kuruluşların, yatırımcıların ve hükümetlerin oluşturduğu bir ağıdır. Bir şirketin tahsil edeceği ödemeye birkaç ay kala nakit ihtiyacı olduğunda veya bir banka, şahısların her an çekebilme ihtimâlinin bulunduğu bir tutar ile yatırım yapmak istediğinde ya da bir hükümetin ödemelerinin vâdesi geldiğinde vergi gelirlerinde sezonsal büyük dalgalanmalar olduğunda para piyasalarında kısa vâdeli likidite işlemlerine başvurulur.

Para piyasaları bankacılık sektöründeki para akışının sonucunda son yıllarda önemli gelişmeler göstermiştir. Bu süreç, piyasaları “aracıdan kaçış”a götürmektedir. 1980’li yılların başına kadar, ülkelerin çoğunda finansal piyasalar ticaret bankaları merkezliydi. Tasarruf sâhipleri ve yatırımcılar menkûl kıymetlerinin çoğunu mevduat olarak bankalarda tutarlardı. Bunlar, çek yazılan mevduatlar gibi fâizi hiç olmayan veya çok az olan kısa vâdeli mevduatlar veya yıllarca fonların bağlı tutulduğu mevduat sertifikalarıydı. Düşük mâliyetli fonların bu güvenilir arzı bankaların, iş-

letmeler ve tüketiciler tarafından kredi almak için tercih edilen temel kuruluşlar olmasını sağlıyordu.

Finansal liberalizasyon (serbestleşme) bankaların topladıkları ve kredi olarak verdikleri mevduatlardan oluşan piyasa payını kaybetmelerine neden oldu. Bu eğilim, fâiz oranlarının yasal düzenlemeler ile değil, piyasa koşulları aracılığıyla düzenlenmesine izin veren ABD'deki 1980 yılında çıkarılan Parasal Kontrol Yasası (Monetary Control Act) gibi yasalar tarafından teşvik edilmişti. Yatırımcılar, bankadaki paralarını çekerek uzun vâdeli anlaşmalar yapmalarına gerek kalmadan daha yüksek fâiz oranları veren yatırım şirketlerine yatırılabiliyorlardı. Borçlananların çoğu, kısa vâdeli borçları (kredileri) bankacılardan elde ettikleri devredilebilir (ciro edilebilir) kredilerden daha uygun oranlarla benzer kurumlara satabiliyordu. Para piyasaları, bankaların nispeten pahalı olan aracılık hizmetini ortadan kaldırarak borçlananlarla, yatırımcıları buluşturan bir mekanizmadır. Bu piyasalar, borçlananların kısa vâdeli likidite ihtiyaçlarını karşılayabilmelerini ve yüksek mâliyetli nakit kullanmadan düzensiz nakit akışlarıyla başa çıkabilmelerini olanaklı kılmaktadır.

Her para birimi için tanımlanabilir farklı para piyasaları vardır çünkü fâiz oranları bir para cinsinden diğerine değişiklik gösterdiği için bu piyasalar bağımsız değildir. Yatırımcılar ve borçlananlar fâiz oranlarına bağlı olarak bir para biriminden öbürüne geçerler. Bununla beraber, yapılan düzenlemeler para piyasası yatırımcılarının bir kısmının yabancı para (döviz) araçlarını bulundurma kabiliyetlerini sınırlandırır ve çoğu para piyasası yatırımcıları döviz kurlarındaki dalgalanmaların sonucunda olabilecek zarar riskinin azaltılmasıyla ilgilenirler. Bu nedenlerden dolayı para piyasası işlemlerinin çoğu yatırımcının kendi yerel para birimi cinsinden gerçekleştirilir.

Para piyasaları, belli bir yerde oluşmaz ve belli kurallar dâhilinde işlemez. Tek bir fiyat ya da fâiz oranı da içermezler. Daha çok borçlananlarla, ödünç para verenlerin telefon veya bilgisayarlarla birbirlerine bağlandığı bir ağa benzetilebilir. Her bir ağın merkezinde, uyguladığı politikalarla ilgili para birimi için kısa vâdeli fâiz oranını oluşturan merkez bankası bulunur. Merkez bankalarının çevresinde, on binlerce işletmenin ve kamu kurumunun mevcut ortamda elde tutulması gerekli olmayan nakdinin, güvenli ve kârlı bir yatırım aracına dönüştürülmesini ve gerekli olduğunda mümkün olan en düşük mâliyetten borçlanmalarını sağlayan mâli işlerden sorumlu birimler vardır. Bunlar arasındaki bağlantı bankalar ve menkûl kıymet işlemleri yapan yatırım şirketleri tarafından gerçekleştirilir. Belli bir zamanda bu oyuncular arasında, mevcut en iyi fâiz oranının elde edilebilmesi için yaşanan çabalar, piyasa rekabetini sağlayan dinamikleri meydana getirir.

2007 yılında başlayan tüm dünyayı etkileyen finansal kriz para piyasalarında sert düşüşlere neden olmuştur. Para piyasasında yatırımcılar riskten kaçınmaya çok şiddetle eğilimli olmuşlardır. Ayrıca risk üstlendikleri yüksek getiriler yerine mutlak güvenli fonları tercih etmişlerdir. Çünkü birçok banka ve sanayi kuruluşu finansal sıkıntı ile ilgili anlaşma yapmışlar ve kısa vâdede kredileri artırmak için istekli olmamışlardır. Yatırımcılar, bu kuruluşların hesaplarının doğruluğu ile ilgili olmuşlardır.

Ulusal merkez bankalarından topladığı istatistikleri bir araya getirip, listeleyen Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS), dünya genelindeki işlem yapılan para piyasası araçlarının toplam miktarının Aralık 2008'de 14 trilyon dolar olduğunu belirtmiştir. Bu miktar 1995 yılı sonunda 4 trilyon dolar ve 2001 yılında 6 trilyon olduğu gözlenmektedir.

PARA PİYASALARI NASIL İŞLER?

Para piyasalarının kesin bir tanımı yoktur. Fakat bu kavram genellikle vâdesi bir yıl veya bir yıldan daha kısa olan borçlanma araçlarının alınması ve satılması anlamında kullanılmaktadır. Bunun sonucu olarak para piyasaları şirketlerin ve hükümetlerin uzun vâdeli sözleşmeler ile borç aldıkları ve ödünç verdikleri tahvil piyasalarıyla da ilgilidir. Tahvil yatırımcıları gibi para piyasası yatırımcıları da işletmenin yönetiminde söz sâhibi olmadan ya da ödünç para verilen şirket üzerinde söz sâhibi olmadan borç verirler.

Ancak para piyasaları kitabın dördüncü bölümünde anlatıldığı üzere, tahvil piyasalarından farklı amaçlara hizmet ederler. Tahvil ihraç edenler kârlı finansal yatırımlar için kaynakları arttırmış olurlar. Eğer tahvil çıkaran devlet ise o takdirde kamu yararına kullanmak için kaynak sağlanmış olur. Para piyasası araçlarını çıkaranlar genellikle nakit yönetimi veya finansal varlıklardan oluşan portföylerin finansmanı ile ilgilidirler.

İyi işleyen bir para piyasası uzun vâdeli menkûl kıymetler için bir piyasa oluşturulmasını kolaylaştırır. Para piyasaları likidite durumu, yani mevcut yatırım için hazır paranın olması durumuna bir fiyat oluşturur. Uzun vâdeli finansal araçlar için kısa vâdeli fâiz oranları gösterge olarak kabûl edilir. Şâyet para piyasaları aktif veya likit ise, borçlanmalar ve yatırımcılar uzun vâdeli işlem yerine kısa vâdeli işlem gerçekleştirme seçeneğine sâhip olur ki bu da uzun vâdelerin fâiz oranlarında düşüşe yol açar. Kısa vâdeli fâiz oranlarını ayarlayacak aktif para piyasalarının olmaması durumunda, ihraççılar ve yatırımcılar uzun vâdeli fâizlerin uygun olduğuna dâir güven duymazlar ve istediklerinde ellerindeki menkûl kıymetleri paraya çevirebilecekleri konusunda şüpheye düşerler. Bu nedenle para piyasaları aktif olmayan ülkelerin, tahvil piyasaları da aynı eğilimi gösterir.

PARA PİYASALARINDA YATIRIM YAPMAK

Kısa vâdeli araçlar çoğu kez yatırımcılara çekici gelmektedir. Çünkü borçlanmanın finansal durumunun öğrenilmesinin yüksek bir mâliyeti ve altı ay gibi kısa vâdeli bir menkûl kıymeti satın almanın potansiyel riskliliği vardır. Bu nedenlerden dolayı yatırımcılar menkûl kıymetleri doğrudan satın almak yerine genellikle fonlar aracılığıyla para piyasası araçlarını satın alırlar.

Para Piyasası Fonları

Para piyasalarının genişlemesi, para piyasası menkûl kıymetlerini bir araya toplayarak ve fon içindeki çeşitli şirketlere âit menkûl kıymetlere yatırım yaparak yatırımcıların riskini azaltan özel tipteki bir menkûl kıymet olan para piyasası fonu ile iyice hızlanmıştır.

Perakende para piyasası fonları bireyler içindir. Kurumsal para piyasası fonları ise kuruluşlara, vakıflara, devlet kuruluşlarına ve diğer büyük yatırımcılara hizmet ederler. Normal şartlarda ilgili kanun ve düzenlemelere göre fonlar sâdece nakit karşılıklarına, yani nakit benzeri likidite ve güvenilirliğe sâhip menkûl kıymetlere yatırım olarak yönlendirilebilir.

Para piyasası fonları yakın zamanda ortaya çıkmış bir yeniliktir. Bu fonlar yatırımcıların araştırma mâliyetlerini ve risklerini azaltırlar. Ayrıca bankalardan elde edilen fonlara göre daha düşük aracılık mâliyetine sâhiptirler. Çünkü para piyasası fonlarının şube oluşturma, küçük hesapları kabûl etme ve banka müşterilerinin taleplerini karşılama zorunlulukları yoktur. Para piyasası fonlarının yatırımcılara verdiği fâiz oranları ile bu yatırımcıların paralarının borç olarak verilmesi durumunda ödenen fâiz oranları arasındaki fark genel olarak %10'dan düşüktür. Para piyasası fonlarının yatırımcılara ödediği ile bu yatırımcıların paralarını kredi olarak

4

TAHVİL PİYASALARI

“T

AHVİL” KELİMESİ, SÖZLEŞME, ANLAŞMA, YA DA garanti anlamlarına gelir. Bu tanımlamaların hepsi tahvil olarak bilinen menkûl kıymetlere uygulanabilir. Tahvil satın alan bir yatırımcı, bu tahvili ihraç edene parasını ödünç vermekte, tahvil ise bu borcun ödenecek ana para ve fâiz oranının hukukî bir teminatı olmaktadır. Kısa vâdeli tahviller genelde senet/bono olarak adlandırılırlar.

Tahviller, Ortaçağlar’da zenginlerin savaşları finanse etmek için verdikleri ödünç paraların bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Hükûmetlerin mâlî iştahları arttıkça, zenginler, müşterilerinin kendilerinden talep ettiği büyük miktarda borçları karşılamakta güçlük çekmeye başladılar. Tahvil çıkartılması sayesinde hükûmetler yalnızca bir avuç zengine mecbur kalmayacak ve pek çok kişiden borç alma olanağına kavuşacaktı. Ayrıca borçlandıkları kişilere, borçlunun karşılığını vermeyeceğini düşünmeleri hâlinde tahvili başkalarına satabilme hakkı gibi kolaylıklar da sağlayarak, risk oranını düşürüyorlardı. Bilinen en eski tahvil Venedik Bankası (Bank of Venice) tarafından 1157 yılında, İstanbul’daki bir savaşı finanse etmek amacıyla çıkarılmıştır.

Tablo 4.1: Belli Başlı İç Borç Menkûl Kıymetlerinin Miktarı (Trilyon Dolar)

Ülke	Aralık 2004	Aralık 2008
ABD	24,7	24,6
Japonya	15,7	11,1
İtalya	3,9	3,3
Fransa	3,3	2,9
Almanya	3,4	2,6
Çin	0,8	2,2
İspanya	1,3	1,7
Birleşik Krallık	1,7	1,2
Kanada	1,3	1,0
Brezilya	0,7	0,9
Hollanda	0,9	0,9
Güney Kore	0,8	0,9

a: Varlığa dayalı menkûl kıymetler ve para piyasaları araçlarını içermemektedir.
Kaynak: Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)

Günümüzde tahviller en sık kullanılan mâli araçlardır. Dünyadaki toplam tahvil hacmi 2008 yılının sonu itibarıyla 83 trilyon dolar civarındadır ve bunun 60 trilyon dolarlık kısmı ülke içi piyasalarda kullanılmakta, diğer 23 trilyon dolarlık kısmı ise tahvili çıkaranın ikâmet ettiği ülkenin dışında işlem görmektedir.

En büyük tahvil piyasasına sâhip olan ABD’de, günde ortalama 800 milyar dolarlık tahvil el değiştirmekte olup, Mart 2009 itibarıyla mevcut tahvil değeri 33 trilyon doları geçmiştir bulunmaktadır. Tablo 4.1’de en yüksek ulusal borçlanma piyasasına sâhip ülkeler gösterilmiştir.

Tahviller genelde sâbit getirili menkûl kıymetler olarak sınıflandırılırlar. Muhafazakâr yatırımcılar tahvilleri çoğunlukla düşük riske sâhip bir seçenek olarak değeren-

dirirler. 1970’li yıllar öncesine kadar bu genel inanış doğru olmasına karşın, geçtiğimiz 20 yılda tahvil piyasaları ciddi değişimler geçirmiştir. Bazı tahviller sâbit bir getiriyi garanti etmezler. Pek çoğu yüksek seviyede risk içerir. Hepsinin tek ortak noktası ise borç verenin, tahvilin geçerli olduğu süre içerisinde, anapara beraberinde fâiz almasına imkân veren ancak tahvili düzenleyen kişinin mülkiyet hakkı ya da yönetimine karışma yetkisi tanımayan, birer menkûl kıymet aracı olmalarıdır.

NIÇİN TAHVİL ÇIKARILIR?

Tahviller hiçbir zaman onu ihraç edenin tek kredi kaynağı olmamıştır. Tahvillerini satmayı seçen işletmeler ve hükümet organları aslında zaten bankalardan ödünç para almışlar ve pek çoğu müşterilerinden, tedarikçilerinden ya da özel finansman şirketlerinden kredi kaynağı bulmuşlardır. Tahvil çıkarmanın esas sebebi, fon kaynaklarının çeşitlendirilmesidir. Bir bankanın kendisinden ödünç para isteyen tek bir borçlanıcıya vereceği miktar sınırlıdır. Tahvil çıkartan kişi, ciddi ölçüde geniş bir hacme sâhip olan tahvil piyasası yatırımcılarına başvurarak doğrudan kreditorlerinin standart kredi limitlerini zorlamasına gerek kalmadan, istediğinden çok daha fazla para toplayabilir.

Diğer taraftan tahviller, çıkartan kişilerin spesifik finansal işletme stratejileri tâkip etmesine yardımcı olurlar. Bunları şöyle sıralayabiliriz:

⌘ *Finansman mâliyetlerinin asgariye indirilmesi.* Destek, yani ödünç para kullanımı, kâr amaçlı kuruluşların yalnızca hissedarları tarafından yatırılmış fonlardan daha geniş bir kaynağa sâhip olmalarını ve daha yüksek miktarda kâr etmelerini olanaklı kılar. Şirketler genelde tahvilleri, banka kredileri gibi diğer finansal destek seçeneklerine tercih ederler. Çünkü mâliyet daha dü-

şük olup, kredinin ödenmesi daha uzun bir vâde çerçevesinde gerçekleşir. Bir tahvil çıkarılması, tahvillerin alınan toplam ödünç parayı aşıp aşmaması ya da diğer kredi seçeneklerinin yerine geçip geçmemesine bağlı olarak, çıkarmanın finansal hareket alanını arttırabilir ya da arttırmayabilir.

- ⌘ **Gelir ve giderlerin denkleştirilmesi.** Paralı köprü ya da bakır işleme fabrikaları gibi pek çok büyük ölçekli yatırımın tamamlanması yıllar almasına karşın getirileri uzun süreli olur. Bu açıdan, tahviller, bu gibi uzun vâdede ciddi getirisi olacak projelere destek sağlamak için uygun birer finansal araç olarak gözükmür.
- ⌘ **Nesiller ötesi projelerin desteklenmesi.** Yol yapımı ya da park arazisi satın alma gibi faydaları uzun süreli olan projeleri genellikle devletler üstlenir. Tahviller sayesinde pek çok neslin yararlanacağı bir projenin mâliyeti yalnızca bir neslin vergi mükellefleri üzerinde yük oluşturmamış olur.
- ⌘ **Risk kontrolü.** Bir tahvil bedelinin geri ödenmesi yükümlülüğü, spesifik bir projeye ya da belli bir devlet birimine bağlanabilir. Böylece devletin ya da ilgili özel sektör kuruluşunun tahvil geri ödemelerinin yapılması hâlinde sorumluluk altında kalması önlenir.
- ⌘ **Kısa dönem finansal sıkıntılarının aşılması.** Devletler ya da şirketler, nakit sıkıntısının bir sonucu olarak tahviller aracılığıyla; vergi yükseltilmesi, ücretlerde indirim, işten çıkarmalar gibi sıkıntılı adımlar atmaktan kaçınılırlar.

TAHVİL İHRAÇ EDENLER

Temel olarak 4 çeşit tahvil ihrâcâtçısı vardır:

Ulusal Hükûmetler

Devlet güvencesi verilen tahvillere “devlet tahvili” denir. Bunlar en güvenilir tahvil çeşidi olarak bilinmektedir. Ulusal hükûmetler kredi piyasalarından faydalanılabilmeleri için zamanında ödeme yapılması konusunda ciddi olanaklara sâhiptir ve ödeme yapabilmek için elinde para basmak ya da döviz rezervlerini kontrol altına almak gibi güçlü seçenekler bulundurmaktadır.

En çok bilinen devlet tahvilleri büyük, zengin ülkelerin çıkardıkları tahvillerdir. ABD Hazine Bonoları dünyada en çok tanınan tahvil çeşididir ve 2009 yılı ortaları itibarıyla 6,4 trilyon dolarlık bir özel mülkiyeti kapsamaktadır. Diğer tanınmış devlet tahvilleri arasında; Japon devlet tahvilleri (JGBS), Alman Devletinin “*Bundesanleihen*” ya da “*Bund*”ları, yıldız kenarlı olduğundan “*gilts*” olarak da bilinen İngiliz tahvilleri (OATS) ve Fransa’nın “*Obligations assimilables du trésor*” tahvilleri sayılabilir. Brezilya, Rusya ve Arjantin gibi yükselen piyasalarda hükûmetler büyük miktarlarda tahvil ihraç etmişlerdir.

Devlet tahvillerine bir diğer örnek ise ulusal hükûmetin güvence verdiği girişim ya da bölgeler tarafından çıkarılanlardır. Bu tarz tahvillere karşı yatırımcı ilgisi, devlet güvencesinin yalnızca lafta mı kaldığı ya da somut ve yasal açıdan bağlayıcı olup olmadığına göre değişir. Pek çok ülkede devletin sorumluluk üstlendiği borç yükü son derece yüksek miktarlardadır. Örneğin ABD’de, 2009 yılı itibarıyla, 3,2 trilyon tutarında tahvil federal güvence altındadır. Her ne kadar bu miktarın çoğu ABD hükûmetini yasal yükümlülük altına sokmasa da, tahvilleri çıkaran kuruluşlardan birinin sorumluluklarını yerine getirmemesi hâlinde, ABD hükûmeti ciddi bir baskı ile karşılaşacaktır. 2008 yılında hükûmet iki federal güvenceli konut finansman şirketi, Fannie Mae ve Freddie Mac’i ödeme güçlüğü gibi sorunlardan kurtarmıştır.

fon yöneticilerinin, zengin çeşitlilikteki portföylere sâhip olmasını engeller. Bu durum 1998 yılında, gelişmekte olan piyasa portföyüne sâhip yöneticiler için sorun oldu. Çok sayıda tahvil ihraç ettiği için Rusya, yüksek ölçekte EMBI+ derecesine sâhipti. Rus devleti daha çok tahvil ihraç ettikçe, portföy yöneticileri endeksi tâkip edebilmek için daha çok tahvil almak zorunda kalıyorlardı. Devlet pek çok tahvilin ödemesini askıya alınca, sözkonusu portföy yöneticileri büyük kayıplarla karşı karşıya kaldılar.

5

MENKÛL KIYMETLEŞTİRME (MENKÛLLEŞTİRME)

GELENEKSEL OLARAK, YATIRIMCILAR GÜVENLİĞİ ve tahmin edilebilirliği nedeniyle tahvilleri tercih ederler. Sâbit fâizli tahvillerde, garantili nakit akımları taahhüdü vardır: Tahvil halka arz edildiğinde, her fâiz ödemesine ilişkin ödenecek miktar ve ödeme tarihi konuları belirlenir. Bu nedenle yatırımcı kendisine gelecekte ne kadar para ödeneceğini ve eğer tahvil vâdesinden önce geri çağrılırsa, bunun koşullarını tam olarak bilir.

Varlığa dayalı menkûl kıymet, bu tür belirlilik ve kesinlik vaat etmeyen bir tahvil çeşididir. Bu menkûl kıymet, pek çok durumda, bir hükûmetin veya özel bir şirketin kredisi ile teminatlandırılmaz. Tercihen, borç veren kişi (alacaklı) ihraç edenin belirli varlıklardan gelecekte almayı beklediği nakit akışları tarafından desteklenen menkûl kıymetleri ihraç eder. Beklenen gelirin alınacağına dâir bir garanti yoktur. Bir kısmı hiç alınamayabilir. Bazen, varlıklar beklenen tarihten önce tasfiye edilebilir ve bu da tahvil sâhiplerinin almayı umduklarından daha düşük bir fâiz ge-

Tablo 5.1: Varlığa Dayalı Menkûl Kıymetleştirmeler (Milyar Dolar)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ABD	3.671	2.649	3.139	3.241	2.952	1.521
Birleşik Krallık	86	130	157	242	237	400
İtalya	38	43	41	38	36	121
İspanya	44	41	50	55	84	119
Hollanda	24	23	49	36	56	107
Kanada	17	18	25	29	45	79
Almanya	8	10	19	47	26	74
İrlanda	4	3	1	13	14	60
Japonya	33	51	81	83	76	58
Belçika	3	3	1	3	6	51
Güney Kore	33	24	28	24	21	19
Portekiz	12	10	10	7	15	22
Fransa	9	10	9	10	5	21
Avustralya	71	76	77	91	68	16
Dünya Geneli	4.104	3.150	3.749	3.975	3.674	2.721

Kaynaklar: European Securitisation Forum, Menkûl Kıymetler ve Finansal Piyasalar Birliği, International Financial Services Londra

liri almalarına neden olur. Sonuç olarak, gelecekteki nakit akımları tam olarak bilinemez ancak tahmin edilebilir.

Yukarıda bahsedilen belirsizliği kabûl ederek varlığa dayalı menkûl kıymetlere yatırım yapan yatırımcılar, diğer devlet veya özel sektör tahvillerinden daha fazla getiri elde edebilirler. Diğer taraftan bu menkûl kıymetler, bireysel olarak menkûl kıymeti oluşturan varlıklardan daha kolaylıkla ve hızla alınıp satılır, bu da yatırımcıların bu türde bir yatırım yapmalarını kolaylaştırır. Söz konusu üstünlükleri, 2007 yılındaki önceki yıllarda varlığa dayalı menkûl kıymetleri oldukça popüler yapmıştır. Buna rağmen, 2007-2008 yılında

varlığa dayalı menkûl kıymetlerin bazı türleri büyük kayıplara uğramış ve ihraçları çok sert bir şekilde düşmüştür.

Varlığa dayalı menkûl kıymetler, sâbit fâizli veya değişken fâizli olarak satılabilmektedir. Temel olarak varlığa dayalı menkûl kıymetler ikiye ayrılmaktadır:

⌘ İpoteğe dayalı menkûl kıymetler

⌘ İpoteğe dayalı olmayan menkûl kıymetler

İpoteğe dayalı menkûl kıymetler, 2008 yılı itibariyle dünya çapındaki varlığa dayalı menkûl kıymetlerin yüzde 80'ini oluşturmaktadırlar. 21. Yüzyıl'ın ilk yıllarında diğer türdeki varlıkların da menkûl değer hâline dönüştürülmesi uygulamaları giderek yaygınlaşmaktadır. Aralık 2004 itibariyle, ipoteğe dayalı olmayan menkûl kıymetlerin değeri 2 trilyon dolardan daha fazlaya ulaşmıştır. İpoteğe dayalı menkûl kıymetler dâhil olmak üzere dünya genelindeki ihraçlar 2007 yılında 2,2 trilyon dolardan hızla düşerek 2008 yılında 400 milyar dolar olmuştur. Avrupa Menkûl Kıymetleştirme Forumu'na göre 2008 yılının toplam ihraçlarının %71'i ABD, %19'u Avrupa ve %10 ise Asya ülkeleri tarafından yapılmıştır. Tablo 5.1, varlık çeşidine göre küresel pazarın büyüklüğünü göstermektedir.

MENKÛL KIYMETLEŞME SÜRECİ

Menkûl kıymetleşme, tek başına satılmaları güç olan varlıkların finansal piyasalarda satılabilecek menkûl kıymetlerde bir araya toplanması sürecidir. Bilinen en eski varlığa dayalı menkûl kıymet çıkarma işlemi, ipotekli tahvillerin yıllardır konut alımlarını finanse ettiği Danimarka'da gerçekleşmiştir. İpoteğe dayalı menkûl kıymetler 1970'li yıllarda ABD'de yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır. Bu tarihten sonra, piyasalarda ortaya çıkan yenilikler diğer varlık çeşitlerinin menkûl kıymetleştirilmesine de olanak

sağlamış ve Avrupa ve Asya'daki bazı ülkelerde varlığa dayalı menkûl kıymetler kök salmıştır.

Menkûl kıymetleşme süreci daha sonra menkûl kıymetleştirilecek olan varlıkların oluşturulmasıyla başlar. Bu durum normal işletme faaliyetleri çerçevesinde gerçekleşir: Bir *mortgage* bankası bir konut alıcısına *mortgage* verir; bir banka müşterisine kredi kartı verir; bir stüdyo özel bir filmi vizyona koyar. Normal koşullar altında böyle bir varlık, firmaya kazandırdıklarıyla firmanın kayıtlarına geçirilir.

Menkûl kıymetleşme, bu tür aktiflerin üçüncü taraflara satılabilen varlıklara dönüştürülmesini içerir ve tek amacı menkûl kıymetleştirilen varlıklara sâhip olmak olan bir tröst kuran bir yatırım bankasının yardımıyla gerçekleştirilir. Genellikle her tröst, 100 milyon dolar otomobil kredisi gibi tek bir tür varlıktan oluşan bir havuza sâhip olmak amacıyla oluşturulmaktadır. Tröst, havuzdaki varlıkları, onları oluşturan firmadan varlığa dayalı menkûl kıymetlerin yatırımcılara satılmasıyla elde edilen parayla satın alacaktır. Menkûl kıymetlerin sâhipleri varlıkların getirdiği geliri ve çoğu durumda da varlıkların belirli bir oranı şeklinde hissesini alma hakkını kazanırlar. Tröstün sâhip olduğu bireysel varlıkların vâdesinin dolması ve ödenmesi hâlinde tröstün büyüklüğü azalır. Sonuçta, tüm varlıklar ödenir ve tröst sona erer.

Genellikle, varlığa dayalı menkûl kıymeti oluşturan varlıkların çeşitliliği yatırımcılara güven verir. Buna rağmen bazı fon verenler, kredilerin büyük bir oranının menkûl kıymetleştirmeye çalışırlar, bunların çok azını kendileri tutar ve güvenli bireysel krediler olmaları nedeniyle çok az teşvik ederler. 2007 yılında başlayan finansal krizin temel nedeni menkûl kıymetleştirilen güvencesiz kredilerdir ve birçok yatırımcının büyük kayıplar vermesine neden olmuştur.

Garantilere Başvurma

Pek çok durumda varlığa dayalı menkûl kıymet tröstünde yatırımcılar bazı garantilerden faydalanırlar. Hükûmetler genellikle, konut yapımını teşvik etmek amacıyla *mortgage* kredilerine ilişkin ödemelerin bir kısmına veya tamamına garanti verirler. Esas borç veren taraf da, yatırımcıları varlıkları almaya teşvik etmek amacıyla kredi ödemelerini garanti edebilir. Bu durumda borç veren, varlıkları başvurma hakkıyla tröste satar. Böylece tröst borç verenden borçlunun fâizi veya anaparayı ödeyememesi durumunda kendisine ödeme yapmasını bekleyebilir.

NEDEN VARLIĞA DAYALI MENKÛL KIYMET ÇIKARILIR?

Varlığa dayalı menkûl kıymet çıkarmanın temelinde menkûl kıymetleştirme yapan firmalara sağladığı faydalar bulunmaktadır. Varlığa dayalı menkûl kıymet çıkarma pek çok nedenle firmalara cazip gelebilir:

- ⌘ Firmanın, tüm alanlarda faaliyet göstermektense, karmaşık iş ortamının kendisine özel avantajlar sunabilen belirli kısımlarında uzmanlaşmasını sağlar. Pek çok büyük firma, ev sâhiplerine kredi vermek veya potansiyel kârlı kredi kartı müşterilerinin özelliklerini belirlemek gibi uzmanlaşmış işlerde tutucu olmayan, yenilikçi yaklaşımlar izleyerek başarılı olmaktadır. Bir firma örneğin varlıkların yönetimi gibi işletmenin diğer alanlarında özel bir tecrübeye sâhip olmayabilir. Bu anlamda varlıkların menkûl kıymetleştirme yoluyla satılması, firmanın en iyi yaptığı ve kendisine en çok katma değer sağlayan alana odaklanmasına olanak tanımaktadır.
- ⌘ Varlıkların satılması, menkûl kıymet çıkarıcıların risk profillerini değiştirmelerini sağlar. Örneğin müzik tercihlerinin değişmesi gibi, bir sanatçının karşılaşıacağı risk albümlerinin daha az satılmasına neden olabilir. Müzik kayıtlarını menkûl kıymetleştirmesiyle sanatçı ânında

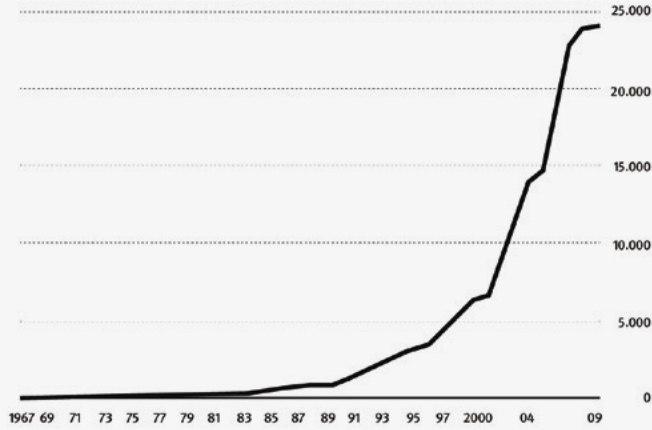
6

ULUSLARARASI SÂBİT GETİRİLİ MENKÛL KIYMET PİYASALARI

FİNANSAL PİYASA FAALİYETLERİNİN BÜYÜK BİR KISMI tek bir ülkenin sınırları içerisinde gerçekleşir ve o ülke parasıyla birimlendirilir. Bununla birlikte, bireyler sermayeyi daha büyük getiri öneren paralara doğru hareket ettirdikçe ve borçlanıcılar en düşük mâliyetten finansman temini olanaklarını araştırdıkça, söz konusu faaliyetlerin giderek artan kısmı ulusal sınırlar arasında yapılmaya başlanmıştır.

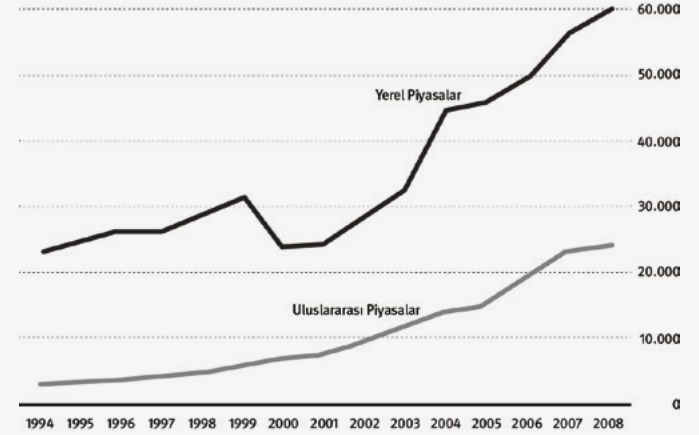
Uluslararası para piyasası iki kısma ayrılabilir. Bazı durumlarda yatırımcılar ve borçlanıcılar kendi ülkelerinden başka bir ülkede o ülkenin parasını kullanarak işlemlerini yaparlar. Diğer durumda, işlemlerin gerçekleştirildiği ülkenin ulusal parasının dışında bir para kullanılır. Yakın zamanlara kadar birinci grup işlemler *yabancı işlemler*, ikinci gruptaki işlemler ise *avropiyasa işlemleri* olarak adlandırılmaktaydı. İki işlem grubu arasındaki bu ayrımın önemi zamanla azaldı. Bu bölümde bu konu açıklığa kavuşturulacaktır.

Şekil 6.1. İhraç Edilen Uluslararası Borç Menkûl Kıymetleri (Milyar Dolar)



Kaynak: Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)

Şekil 6.2. Yurtiçi ve Uluslararası Borç Piyasalarındaki İhraç Miktarları (Milyar Dolar)

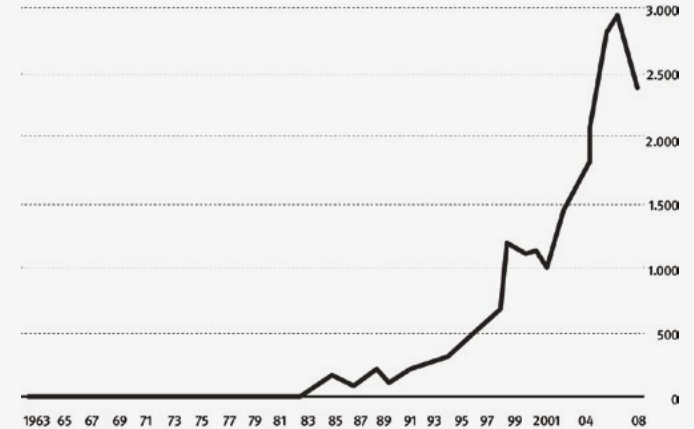


Kaynak: Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)

AVRO-PİYASALARIN KISA BİR TARİHİ

Bir ülkede iş yapmak için bir başka ülke parasını kullanma fikri yeni değildir. Bu tür sınır ötesi (*offshore*) işlemler, vergilerden, düzenlemelerden veya kamulaştırmalardan kaçınmak gibi amaçlarla yüzyıllar boyunca yapılagelmiştir. Avropiyasa ismi ilk olarak 1957 yılında *offshore* mevduatların kabulüyle kullanılmaya başlandı. Bu tarih, Moskova Nardony Bank'ın ABD hükûmetinin Sovyet aktiflerine el koyma olasılığını bertaraf etmek için, dolar cinsinden mevduatlarını ABD'nin dışına transfer etme kararını verdiği ve Soğuk Savaş'ın zirveye çıktığı bir dönemi temsil etmektedir. Ruslar dolar aktiflerini New York'tan telgraf adresi EUROBANK olan bir Fransız bankasına transfer ettiler. Bu olaydan kısa bir süre sonra Avrupa bankalarındaki bütün dolar mevduatları avrodolar olarak adlandırılmaya başlandı.

Şekil 6.3. Yeni Uluslararası Tahvil İhraç Hacmi (Milyar Dolar)



Kaynak: IFR; Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)

Tablo 6.1: Para Türüne göre Net Uluslararası Tahvil ve Bono İhraçları
(Milyar Dolar)

	1998	2002	2004	2006	2008
Euro	...	495	924	1.209	954
ABD doları	404	436	380	1.019	690
Sterlin	55	52	134	224	564
İsviçre frankı	7	8	13	28	31
Yen	-25	-18	27	19	21
Kanada doları	-8	4	26	32	31
Avustralya doları	-5	9	30	32	12
Hong Kong doları	7	7	7	4	-7
Alman markı	404

Kaynak: Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)

Piyasanın Hızlı Gelişimi

Bu dolar mevduatları, sâbit döviz kurlarına dayalı Bretton Woods sisteminin bir sonucu olarak yeni bir piyasanın oluşmasını yardım etti. Bu piyasa İkinci Dünya Savaşı sonrasında komünist dünyanın dışındaki ekonomilerin, etrafında organize oldukları bir uluslararası sistem yarattı. Yeni sistem altın standardının özelliklerini taşıyordu: Eğer bir ülkenin ödemeler bilançosu açığı varsa, bu dengesizlik alacaklı ülkelere altın ödenmek suretiyle ortadan kaldırılmaktaydı. İlgili ülkede altın rezervlerinin azalması teorik olarak, ülke merkez bankasının para arzını daraltmasına yol açacak, ekonomiyi yavaşlatacak ve daha sonra ithâlât talebini azaltarak, ödemeler bilançosunu yeniden dengeye getirecekti.

Amerikan ekonomisinde 1950'li yılların sonuna kadar sürekli ödemeler dengesi açığı vardı. Bu durumda hükümet yetkililerinin ülkedeki altın stoklarının çok düşük düzeylere ineceği konusunda endişeleri artmaya başladı. Problemin sebeplerin-

den biri, yabancıların ABD'de çok fazla menkûl kıymet ihraç etmeleri ve elde edecekleri kazançları kendi ülkelerinde kullanmak için yabancı paralara dönüştürme düşünceleriydi. Bu durum altın rezervleri üzerinde daha fazla baskı oluşturmak suretiyle ABD'nin ödemeler dengesizliğini daha ciddi boyutlara taşıdı. Hükûmet bu durumu düzeltmek için, merkezinde Temmuz 1963'te Başkan John Kennedy tarafından önerilen ve Ağustos 1964'te yürürlüğe konulan fâiz eşitleme vergisini olduğu, bir dizi politikaları yürürlüğe koydu. Bu vergi Kanada, Japonya ve daha az gelişmiş ülkeler istisna olmak üzere Avrupalılar tarafından ihraç edilen tahvil ve hisse senetlerinden Amerikalıların elde ettikleri getirilerin %15'ini almak suretiyle, sermaye çıkışlarının azaltılması ve böylece altın kaybının durdurulması amacına dönüktü.

Geriye Dönüş

Vergi ilk etapta amacına ulaştı ve yabancıların ABD'de dolar birimli tahviller sattıkları Yankee tahvil piyasasında işlem hacmi hızlı bir şekilde düştü. Bununla birlikte, Avrupa finans piyasalarında hâlâ daha savaş sonrası dönemin karmaşası yaşanıyordu ve büyük miktarlarda sermaye toplanamıyordu. Yani finansman ihtiyacı azalmamıştı. Yatırım bankaları bu sıkıntıyı aşmak için Londra'da dolar cinsinden birimlendirilmiş tahviller satma yoluna gittiler. Amerikan sâkinlerine satılmadıkları sürece, söz konusu menkûl kıymetler ABD vergisinin etki alanını dışında kalıyordu.

İlk avrotahvil, İtalyan otoyol şirketi Autostrade tarafından 15 milyon dolarlık bir tutarla 1963 yılında ihraç edildi. 1964 yılında yaklaşık 1,2 milyar dolar değerinde 76 ayrı avrotahvil ihracı gerçekleşti ve avrotahvil piyasası kurulmuş oldu. Fâiz Eşitleme Vergisi 1965 yılında banka kredilerini kapsayacak şekilde genişletildiğinde, bankalar da dolar birimli uluslararası kredilerinin büyük bir kısmını Londra'ya kaydurdular. İngiliz bankacılık düzenlemeleri yabancı paralar

HİSSE SENEDİ PİYASALARI

iNGİLİZ EKONOMİST JOHN MAYNARD KEYNES 1935 yılında şöyle yazıyordu: “Genellikle gazinoların ulaşamaz ve pahalı olmalarının kamu yararına olduğu kabul edilir. Belki, aynısı borsalar için de doğrudur”. Keynes’in bu alaycı ifadesi çok da yanlış değildir; borsalara aynı mantıkla, bir yarış pisti veya bahis alanı şeklinde yaklaşanların sayısı hiç de az değildir. Bütün yetersizliklerine rağmen, Keynes’in de kabul ettiği gibi, borsaların benzersiz üstünlükleri vardır: Bu kurumlar parası olan insanlarla, o parayı verimli yatırımlara yönlendirebilecek olanları bir araya getirmenin en iyi yoludur.

PİYASANIN KÖKENLERİ

Hisse senedi, en basit ifadeyle, mülkiyet anlamına gelir. Bu yüzden hisse senetleri bir ticarî işletmenin mülkiyetinin bir kısmını temsil eden katılım paylarıdır. Hisseler yoluyla mülkiyet fikri, Ortaçağ zamanlarına kadar geri gider. Rönesans devrinde tüccar grupları ticarî seferlerini finanse etmek için bir araya geldiklerinde ve ilk bankerler kredilerin geri ödenmesini sağlamak için işletmenin mülkiyetinin bir kısmını al-

Tablo 7.1: Hisse Senetleri Piyasası Kapitalizasyonu (Temmuz 2009)

Ülke	Piyasa Kapitalizasyonu (Milyar Dolar)
ABD	12.641
Çin	3.450
Japonya	3.422
Birleşik Krallık	2.416
Euronext ^a	2.400
Hong Kong	2.052
Kanada	1.481
Almanya	1.195
İspanya	1.185
Hindistan	1.072
Brezilya	1.009
Avustralya	992
İsviçre	933
OMX Kuzey Borsası ^b	720

Kaynak: Dünya Borsalar Federasyonu

a: Resmî Amsterdam, Brüksel ve Paris Menkûl Kıymetler Borsaları dâhildir.

b: Kopenag, Helsinki, İzlanda, Stochom, Talinn, Riga ve Vilnius Borsaları dâhildir.

dıklarında bu uygulama yaygınlaşmıştı. Ancak bu ilk ortaklı şirketler, genellikle sınırlı amaçlarla kurulan tek bir gemi yolculuğunun finansmanı gibi geçici girişimlerdi ve söz konusu amaç gerçekleştiğinde feshediliyorlardı.

Hollandalı tüccarlar tarafından 1602 yılında kurulan ve şirketin 200 yıl sonraki iflâsına kadar Amsterdam'da ticareti yapılan devredilebilir hisse senedi sertifikaları ihraç eden Hollanda Doğu Hindistan Şirketi ilk ortaklı şirket olarak değerlendirilebilir. 17. Yüzyıl'ın sonuna kadar Londra'daki kahve tüccarları, anonim şirketlerin hisselerinin ticaretiyle geçimlerini sağlıyorlardı. Fakat sanayi devrimi, kanallar ve

fabrikalar inşa etmek için büyük miktarlara varan sermâye artırımını gerekli kıldı. Böylece bu kanal ve fabrikaların hisseleri yaygın bir şekilde ticarete konu olmaya başladı.

2008 yılında hisse senedi fiyatlarındaki yaygın düşüşe rağmen, bugün dünya hisse senedi piyasalarında kayıtlı bütün hisselerin sermâye değeri (kapitalizasyonu) 33 trilyon doları aşmaktadır. Tablo 7.1 bazı ülkedeki toplam borsa kapitalizasyonunu; Tablo 7.2 ise çeşitli ülkelerdeki hisse senetleriyle yapılan sermâye devrinin değerini göstermektedir.

SERMÂYE ARTIRIMI

Sermâye artırımını, hisse senedi piyasalarının temel fonksiyonu olarak önemini korumaktadır. Fakat hisse senedi piyasaları, firmaların sermâye artırmalarının tek yolu değildir. Firmalar, finansman elde etmek için piyasalara başvurmadan önce kendi ihtiyaçlarını karşılamının alternatif yöntemlerini ayrıntılı bir şekilde analiz ederler.

Krediler

Krediler, menkûl kıymet ihraç etmeyen firmalar için başlıca finansman türüdür. Bankalar gibi kredi kurumları, küçük firmaların finansal durumlarını ve iş plânlarını analiz ederler ve çoğunlukla finansal piyasalarda fon artırımında güçlük yaşayan şirketlere kredi verirler. Bununla birlikte, banka kredilerinin mâliyeti yüksektir ve bankalar tek bir borçlanıcıya sınırlı miktarda kredi verebilirler. Firmalar yapabildikleri ölçüde, tahvil ve diğer menkûl kıymetler* satmak suretiyle borçlarını çeşitlendirmeyi tercih ederler. Dördüncü bölümde tartışılan tahvillerin dezavantajı sabit bir ödeme yükümlülüğünün olmasıdır. Bu yükümlülük gelirleri azaldığı zaman firmayı zor durumda bırakabilir. Bazı

* Elinde bulundurana fâiz ödemesi ve belirlenen zamanlarda anapara ödemesi yapılan menkûl kıymetler.

Tablo 7.2: Hisse Senetleriyle Yapılan Sermâye Devri (Milyar Dolar)

	2000	2004	2008
ABD	32.994	20.976	70.085
Birleşik Krallık	4.559	5.169	6.272
Japonya	2.640	3.352	5.888
Almanya	2.120	1.541	4.679
Euronext ^a	4.911	2.472	4.411
Çin	...	517	3.849
Hong Kong	377	439	1.630
Güney Kore	381	488	1.432
Kanada	647	651	1.716
İsviçre	638	791	1.500
İtalya	1.987	969	1.499
Avustralya	226	524	1.213

Kaynak: Dünya Borsalar Federasyonu
a: Amsterdam, Brüksel, Lizbon ve Paris Menkûl Kıymet Borsalarını da kapsar.

firmalar finansman ihtiyaçlarının bir kısmını mâlî menkûl kıymetleştirme* ile (Bölüm 5'te tartışıldı) karşılayabilirler. Fakat bazı firmalar hâlihazırda menkûl kıymetler içerisinde bulunan aktif türlerinden yoksundurlar ve diğer bazıları mâlî menkûl kıymetleştirme yapacak kadar büyük değillerdir. Birçok ülkede aktiflerin menkûl kıymetleşmesine yönelik piyasalar henüz yeterince gelişmemiştir.

Hisse Senetleri

Diğer bütün finansman biçimlerinin aksine hisse senedi, firmada hak sâhiplerinin yatırımını temsil eder. Eğer firma önemli miktarda öz sermâyeye sâhipse, bankacılar ve

* Gelecekte gelir elde edilecek aktiflere dayalı menkûl kıymetlerin satışı.

tahvil yatırımcıları daha cömert olacaklardır. Hisse senedi ihraç etmenin dezavantajları; firmaların kârlarının hisse sâhipleri arasında bölünmesi ve alt ve üst yöneticilerin önceliklerini, uzun vâdeli çıkarları temsil eden stratejiler tâkip etmek yerine, kısa vâdeli kazançları iyileştirmeye dönük politikalara vermek durumunda kalmalarıdır.

Dengeleme İşlemi

Her bir finansman türünün avantaj ve dezavantajları olduğu için, bir firma birkaç farklı şekilde sermâyeye artırımına gider. Firmalar borçlanma ve öz sermâyeye arasındaki ilişkiyi dikkatli bir şekilde yönetmek zorundadırlar. Bu işlem, borç/öz sermâyeye rasyosu veya “gearing oranı” olarak bilinir. İdeal bir borç/öz sermâyeye rasyosu yoktur. Genel olarak, 0,5'in altındaki bir oran, firmanın az borçlandığını ve pay sâhiplerinin sermâyesinden maksimum ölçüde yararlandığını gösterir. Böyle bir firmanın, düşük kaldıraçlı olduğu söylenir. “Gearing oranı”, firmaya her bir hisse senedi için daha büyük miktarlarda kâr kazandırır. Eğer borçlanmanın vergi üstünlükleri olursa veya uzun vâdeli fâiz oranları düşükse, firmalar borç/öz sermâyeye artırmayı rasyonel bulabilirler. Fakat eğer borç/öz sermâyeye rasyosu aşırı olursa, firmanın aşırı kaldıraçlı olduğu söylenir. Satışlar veya kârlar düşük olsa bile, borç servisinin sürdürülebilmesi için böyle bir durumda firma finansal sıkıntılar karşısında daha kırılğan duruma gelir.

Risk Sermâyesi

İşletmeler için bir diğer finansman biçimi risk sermâyesidir. Risk sermâyedarları, firmadaki öz kaynaklar karşılığında yeni veya genç firmalara yatırım yaparlar. Bunlar borç verici birimler değil, firma hisselerinin henüz kamuya açık piyasalarda ticarete konu olmadığı aşamadaki öz kaynak yatırımcılarıdır. Birçok hisse senedi yatırımcısının aksi-

8

FUTURE İŞLEMLERİ VE OPSİYON PİYASALARI

RİSK YÖNETİMİ, FİNANSAL PİYASALARIN EN ÖNEMLİ ve gerekli fonksiyonlarından birisidir. Yönetilecek risklerin en büyüklerinden birisi zamandır. Herhangi bir ticarî işin yapılması zaman gerektirir fakat eğer fiyatlar bu süre içerisinde değişirse potansiyel olarak kârlı bir iş, mâliyetli bir hataya dönüşebilir. *Future* sözleşmeleri piyasalarının amacı; fiyatların sürekli değiştiği bir dünyada risklere karşı korunmaya yardımcı olmaktır.

Bu korunmayı sağlamak için kullanılan araç, gelecekte bir varlığı belirli bir fiyattan alma veya satma sözleşmesi olan *future* sözleşmesidir. *Future* sözleşmelerinin iki temel şekli vardır. Bu bölümde *future* işlemleri borsalarında işlem gören standart sözleşmeler üzerinde durulacaktır. Standartlaştırılmamış ve borsalar yerine bireysel olarak alınıp satılan *forward* sözleşmeleri, riskin kontrol edilmesi veya spekülâtif amaçlar için kullanılan fakat değişim aracı olarak kullanılmayan diğer türev sözleşmeler de olduğu gibi 9. bölümde incelenecektir.

Future işlemleri ve opsiyon piyasaları, yatırımcılara maddenleri, tahılları ve diğer uzun ömürlü ürünleri alıp satma hakkı veren mal piyasalarının doğal bir sonucudur ve aynı zamanda en çok gelişen kısımdır. Mal piyasaları malların fiyatının belirlenmesini sağlar ve malları üretenlere, onları başka ürün çeşitleriyle değiştirmelerine olanak verirler. Fakat mal piyasaları, fiyatlar düştüğünde stokladığı malların değeri düşen yatırımcıya veya ihtiyacı olan bir malın fiyatını tâkip eden ve fiyatları yükselmeden almak isteyen potansiyel bir alıcıya kolaylık sunamaz. *Future* sözleşmeleri piyasaları bu görevi yerine getirmek amacıyla kurulmuştur.

Future sözleşmeleri ve opsiyon işlemlerinin tam olarak ne zaman başladığı bilinmemektedir. Rönesans zamanında ticarî seferlerini finanse eden tüccarların almayı bekledikleri ama henüz ellerinde olmayan malları satmak için zaman zaman bu tarz düzenlemeler yaptıkları bilinmektedir. 1500'li yılların sonlarında, Hollanda'daki balık toptancıları henüz yakalanmamış ringa balığını alıp satıyordu. Zamanla benzer biçimde diğer malların satışları da yapılmaya başlandı. İletişimin güç ve taşımacılığın güvenilir olduğu dönemde bu piyasalar, imâlâtçılara hammadde fiyatlarını sâbitleme fırsatı verdiler ve gemi sâhipleri de kargolar üzerinden kâr sağladılar. En az 1600'li yıllardan beri *future* ve opsiyon sözleşmeleri borsalarda alınıp satılmaktadır. Standart sözleşmelere, Chicago Ticaret Borsası'nın tahıl *future* işlemlerine ilişkin sözleşmeleri alıp satmaya başladığı 1865 yılında geçildi.

TİCARİ MALLARIN ÖZELLİKLERİ

Ticarî mallar, fiziksel eşyalardır fakat her fiziksel eşya ticarî mal değildir. Ticarî mallar, kendilerini pazarlarda alınıp satılmasını olanaklı hâle getiren, bazı özelliklere sâhiptirler.

- ⌘ Uzun dönemler için veya bazı durumlarda sınırsız dönemler için stoklanabilirler.

- ⌘ Değerleri, ölçülebilir fiziksel özelliklere veya malların fiziksel olarak buldukları yere bağlıdır.
- ⌘ Aynı fiziksel özelliklere sâhip olup, aynı yerlerde bulunan ticarî mallar mübadele edilebilir. Eğer bir alıcı, belirli bir yoğunlukta ve sülfür içeriğinde petrol veya belirli bir türde buğday almak için sözleşme yaparsa, petrolün ne kadar iyi çıkarıldığı ile veya buğdayın kim tarafından toplandığı ile ilgilenmesine gerek kalmaz.

Fiziksel ticarî mallar piyasasındaki oyuncuların çoğu üreticiler, kullanıcılar ya da üreticiler ve kullanıcılar arasında aracı olarak faaliyet gösteren firmalardır. Az sayıda yatırımcı, fiziksel ticarî malları finansal yatırım aracı olarak görür ve onlara yatırım yapar. Çünkü *future* işlemleri sözleşmelerini almak ve tutmak ticarî malların kendisini almak ve biriktirip saklamaktan daha az mâliyetlidir.

FUTURE VE OPSİYON SÖZLEŞMELERİ NİÇİN ALINIP SATILIR?

Future ve opsiyon sözleşmeleri tahvil ve hisse senetlerinin aksine potansiyel getirili, uzun vâdeli yatırımlar değildir. Aksine, bir *future* sözleşmesi fâiz veya kâr payı ödemez ve bu sözleşmelere bağlanan para, fâiz elde etmek amacıyla yatırılmaz. Piyasadaki bütün yatırımcılar iki nedenden dolayı *future* sözleşmelerine yatırım yaparlar.

Riskten Korunma (*Hedging*)

Future sözleşmeleri veya diğer finansal enstrümanların belirli riskleri ortadan kaldırmak amacıyla kullanılması durumudur. Soya fasulyelerini ekmeden önce bir çiftçi, Nisan'da hasattan sonra soya fasulyelerini üzerinde anlaşılan fiyattan 10.000 ton tedarik edeceğini taahhüt eden Eylül ayına âit *future* sözleşmesi yapabilir. Ürünlerini ticarî mal pazarında hasattan sonra satmak zorunda olan çiftçi

bu nedenle bir ton soya fasulyesinin fiyatının Nisan-Eylül ayları arasında düşmesi riskinden korunmak amacıyla bu sözleşmeleri kullanır. Aksine, soya fasulyelerini işleyen ve Eylül'de satın almayı hedefleyen kişi *future* sözleşmesini, Nisan ayında kendisini fiyatların değişmesi riskine karşı korumak amacıyla satın alır. Tipik olarak riskten korunmaya çalışanlar belirli bazı riskleri alma ve diğerlerinden de kaçınma kararı alırlar. Örneğin bir Fransız petrol şirketi, hissedarları firmaya yatırım yaparak petrolle ilgili riskleri almayı seçtikleri için, petrol *future* sözleşmelerini almaya-bilir; fakat kârını avro cinsinden beyan ettiği için dolardaki dalgalanmayı engellemek amacıyla avro *future* sözleşmesi satın alabilir.

Spekülasyon

Belirli risklerden kaçınmak yerine, gelecek işlemlerinin fiyatlarındaki değişikliklerden kâr elde etmek amacıyla işlem yapma durumudur. Spekülasyon genellikle verimsiz bir faaliyet olarak görülmesine rağmen, piyasanın işleyişini düzene koymak açısından gereklidir. Sözleşmeleri sık bir şekilde alıp satarak spekülörler, likiditeyi ve piyasadaki para arzını artırır. Spekülörlerin sağladığı likidite olmaksızın *future* sözleşmeleri piyasaları riskten korunmayı hedefleyenlere çekici gelmez. Çünkü sözleşmeleri uygun fiyatlardan alıp satmak daha da zorlaşır. *Future* sözleşmelerini riskten korunmak amacıyla kullanan firmalar da spekülör fonksiyonu görebilirler. Borsada kendi adına alım satım yapan tâcirler veya tam zamanlı olarak kendi adlarını işlem yapan bireyler de piyasada önemli rol oynarlar.

FUTURE SÖZLEŞMELERİ BORSALARI

Future sözleşmeleri ticareti, organize olmuş borsalarda gerçekleşmektedir. Dünyada 35 önemli borsa ve çok sayıda küçük borsa bulunmaktadır. Bu sözleşmelerin alınıp sa-

Tablo 8.1: Önde Gelen *Future* ve Opsiyon Borsaları

Borsa	İşlem Gören <i>Future</i> ve Opsiyon Sözleşmesi Sayısı (Milyon)	
	2007	2008
CME Grup ^a , ABD	3.158	3.278
Eurex, Almanya/İsviçre	2.704	3.173
Kore Borsası	2.777	2.865
NYSE Euronext ^b , ABD/Birleşik Krallık/Fransa/Hollanda	1.525	1.676
Chicago Kurulu Opsiyon Borsası, ABD	946	1.195
BM&F Bovespa, Brezilya	794	742
NASDAQ OMX Group, ABD/Danimarka/İsveç/Finlandiya/Baltık Ülkeleri	551	722
Ulusal Hisse Senedi Borsası, Hindistan	380	590

Kaynak: Dünya Borsalar Federasyonu

a: Chicago Ticaret Borsası (ABD), Chicago Ticaret Kurulu (ABD) ve New York Ticaret Borsası'nı (ABD) kapsar.
b: New York Borsası (ABD), Londra Uluslararası Finansal *Future* Sözleşmeler Borsası (Birleşik Krallık), resmî Fransız *Future* Borsası (MATIF) ve Amsterdam, Brüksel, Lizbon ve Paris borsalarını kapsar.

tıldığı bazı borsalar aynı zamanda hisse senedi ve opsiyon işlemlerine de olanak sağlamaktadır. Teknolojik gelişmeler borsalar arasında büyük ölçekli konsolidasyona neden olmuştur. Çoğu borsa, fiilî mekânlarda işlem yapan kendi üyelerine sâhiptir fakat birçok işlem şimdi bilgisayarlarda yapılmaktadır. Yeni teknoloji geliştirme mâliyetlerini dağıtmak için birçok farklı yerde işlem yapan büyük borsalar hissedarların sâhip olduğu şirketler hâlini almıştır. En önemli borsalar Tablo 8.1'de gösterilmiştir.

Borsalar arasında yeni sözleşmeler geliştirme ve var olanları daha cazip hâle getirmek amacıyla mâliyetleri düşürme konusunda yoğun bir rekabet vardır. Tüm *future* sözleşmeleri işlemleri aracılık komisyonlarına ve vergilere tâbidir. Çoğu ticaret stratejisi sözleşmeler arasındaki küçük fiyat farklarını kendi yararına kullandığı için, mâliyet

zorlayabilir. Örneğin bir Ford Motor Şirketi satış opsiyonu sâhibi, söz konusu opsiyonu uygulamaya koymayı isteyebilir ancak borsa bu hisselerle sâhip olmayı istemeyebilir. Bu nedenle borsa tesadüfi olarak benzer bir Ford Motor Şirketi satış opsiyonu satıcısını seçer ve satıcıyı bu hisseleri kabûl etmekle ve ödemeyi yapmakla zorunlu tutabilir.

Alternatif olarak, bir opsiyon vâdesine kadar elde tutulabilir. Bütün endeks sözleşmelerini de içine alan bazı opsiyon sözleşmeleri, vâde tarihinde para kaybeden taraftan borsaya; borsa tarafından da daha sonra para kazanan tarafa nakit olarak ödenir. Fakat çoğu hisse senedi ve mal opsiyonları sözleşmeye konu olan varlığın değışimiyle ödenir. Yatırımcılar, eğer opsiyonları vâdeye kadar tutarlarsa, meydana gelecek olan aracı komisyonları ve mal depolama komisyonları gibi diğer mâliyetlerden kaçınmak için genellikle sözleşmeleri vâdesinden önce kapatmak isterler.

9

TÜREV PİYASALAR

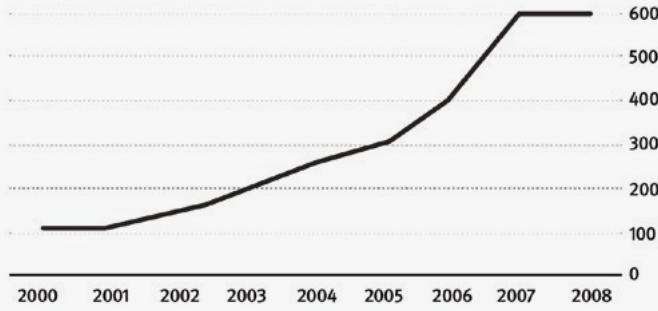
SON YILLARDA FİNANSAL PİYASALARIN EN HIZLI büyüyen kısmı, türev ürünler için oluşturulan tezgâh-üstü piyasalardır. Tezgâh-üstü türev araçlar bir borsanın aracılığı olmaksızın iki taraf arasında meydana gelen işlemlerdir. Genelde işlemin taraflarından birisi banka veya yatırım bankası gibi bir *dealer*; diğeri ise finansal olmayan bir şirket, yatırım fonu, bir devlet kurumu veya sigorta şirketi gibi bir kullanıcıdır.

Türev kavramı, değerleri menkûl kıymetlerden, paradan ve diğeri dış değışkenlerden türetilen finansal enstrümanları ifade etmektedir. Yüzlerce çeşidi olmakla birlikte, türev ürünler iki temel kategoriye ayrılmaktadırlar.

- ⌘ **Forward sözleşmeler.** Gelecekte teslim edilecek bir şeyin fiyatını belirleyen sözleşmelerdir.
- ⌘ **Opsiyonlar.** Bir tarafa veya her iki tarafa da belirli koşullar altında belirli faydalar elde etme olanağı veren fakat zorunlu tutmayan sözleşmelerdir.

Tezgâh-üstü türev araçlar sık sık yatırımcının ihtiyaç-

Şekil 9.1: Tezgâh-Üstü Piyasada İşlem Gören Türev Araçların İtibarî Değeri



Kaynak: Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS)

larına göre oluşturulur. Bu; güvence, sözleşmenin büyüklüğü, geçerlilik tarihi konularında esneklik tanır fakat ürünlerin değış tokuşunda ise esneklik tanımaz. Ek olarak, normal ticaret sözleşmeleri belirli güvenceli varlıklar üzerine yapılırken, tezgâh-üstü türev araçlar üstünde anlaşılan herhangi bir güvenceli varlık üzerine yapılabilir. Türev araçların çoğu opsiyonellik içermekte olup, fiyat büyük ölçüde opsiyona verilen değere dayanmaktadır. Bu nedenle opsiyonların değerinin belirlenmesinde kullanılan matematiksel prosedürlerin çoğu tezgâh-üstü piyasalarda da kullanılmaktadır.

1980'li yılların son dönemlerinde tezgâh-üstü türev araçlar piyasada yer almaktaydı. Yatırımcılar türev araçların, riski yönetmek veya eğer istenirse daha yüksek getiri elde etmek umuduyla riski artırmak için kullanılabileceğini keşfedince söz konusu sektör 1990'lı yıllarda büyüdü. Türev araçlarla yapılan işlemler, hem işleyiş mekanizmalarının iyi bilinmemesi, hem de bazı kullanıcıların yüksek zararlar etmiş olmaları nedeniyle tartışmalıdır. Ek olarak türev ürünler, bankalara ve firmalara finansal tablolarında açık olarak ortaya çıkmayan üstlendikleri riskleri gözü-

Tablo 9.1: Türevler Ürünler Piyasası (Kasım 2008, Milyar Dolar)

Türü	İhraçların tahmini değeri	İhraçların brüt değeri	İhraçların net değeri
Yabancı para sözleşmeleri	49.753	3.917	299
Fâiz oranı sözleşmeleri	418.678	18.420	2.512
Hisse senedi sözleşmeleri	6.494	1.113	39
Mal sözleşmeleri	4.427	955	27
Kredi temerrüt swapları	41.868	5.652	251
Değerlendirme dışı	70.742	3.831	424

Kaynak: Uluslararası Ödemeler Bankası, Uluslararası Swap ve Türev Ürünler Birliği

Not: Net değerler anket bulgularına dayalıdır = tahmini değerin %0,6sı

ne alır ve sigorta şirketleri, kamu kurumları ve diğer kuruluşlar tarafından yapılan yatırımları sınırlayan regülasyonlardan kaçınmayı da sağlar.

Türev araçlar piyasası çok büyük gözükabilir. Haziran 2008'de tezgâh-üstü türev araçların nominal değerleri 685 trilyon dolar ile doruk noktasına ulaşmış ve 2008 yılının sonunda ise 592 trilyon dolar olmuştur (Bkz. Şekil 9.1).

Piyasa gerçekten oldukça büyük olmakla birlikte, bazı rakamlar bu büyüklüğü ciddi biçimde abartmaktadır. 1 milyon dolar değerinde avro döviz türevinin üzerinde yazılı olan değeri 1 milyon dolardır. Ancak tarafların potansiyel kazanç ve kayıpları, üzerlerinde yazılı olan değere değil, avronun dolar karşısındaki dalgalanma miktarına bağlıdır. Türev araçlar piyasasındaki en önemli oyuncular olan bankalar, temsilî değeri kendi sermayelerinin çok üzerinde olan pozisyonlara sâhiptirler. Fakat bu opsiyonların çoğu bir diğerini çapraz olarak iptal ettiğinden, bankanın türev araçlardan potansiyel olarak kaybedebileceği tutar, sâhip oldukları tüm türev araçların üzerinde yazılı değer toplamından daha düşüktür. İşlem gören tezgâh-üstü türev araçların 2008 yılı sonundaki brüt piyasa değeri sâdece 3,5

trilyon dolardır ve kayda değer bir tutar olmakla birlikte yeterli bir değer değildir. Tablo 9.1’de türev araçlar piyasasının durumu verilmiştir.

TÜREV ARAÇLARIN RİSKLERİ

Tezgâh-üstü türev araçlar borsada işlem gören opsiyonların piyasalarında çok önemli ve belirli olmayan riskler ortaya çıkarırlar. Bu riskler aşağıda açıklanmaktadır.

Karşı Taraf Riski

Borsada işlem gören tüm opsiyonlarda ilk alım satım gerçekleştikten sonra borsa, kendi başına her işlemin karşı tarafı olur ve tüm yükümlülüklerin yerine getirilmesini sağlar. Türev araçların iki taraf arasında alınıp satıldığı tezgâh-üstü piyasada ise böyle değildir. Eğer bir türevin satıcısı ödeyemeyecek duruma gelirse, alıcı parasını alamayabilir. Bu nedenle türev piyasalarındaki katılımcılar karşı tarafın kredibilitésine büyük önem verir ve birinci sınıf kredi notunun altındaki firmalarla iş yapmayı reddedebilirler. Türev araç işlemlerinin büyük ve artmakta olan bir kısmı diğer ödeme güçlüğü durumlarında koruma sağlayan bir rehin tarafından güvenceye alınmıştır.

Fiyat Riski

Bir türev araç *dealerı*, belirli bir kullanıcının isteklerini karşılayacak şekilde ürünü hazırlar. Bu durum, büyüklüğü, sözleşmeye konu olan varlığı ve vâde tarihi standart olan borsada işlem gören opsiyonlardan oldukça farklıdır. İsteğe göre uyarlanmanın ve kişiselleştirmenin birtakım üstünlükleri vardır. Örneğin yabancı para ödemesi almayı bekleyen bir firma birkaç gün önce vâdesi dolan bir opsiyon satın almak yerine, ödemenin yapılacağı gün vâdesi dolan bir döviz türevini almak isteyebilir. Fakat uyarlanmış türev

araçların dezavantajları da vardır. Pozisyonunu satmak isteyen bir kullanıcı, söz konusu türev araçla ilgilenenlerin az sayıda olması nedeniyle iyi bir fiyat alamayabilecektir.

Yasal Risk

Opsiyonların borsalarda işlem gördüğü yerlerde çeşitli tarafların haklarını ve yükümlülüklerini açıkça belirleyen kanunlar vardır. Yasal durum genellikle tezgâh-üstü türev araçlar için daha belirsizdir. Örneğin son yıllarda bazı bilinçli yatırımcı şirketler, oldukça karmaşık hatta tam olarak anlayamadıkları türev araçları almaya yönlendirildiklerini iddia ederek mahkemelere başvurdular. Diğer bazı örneklerde ise, devlet kurumları tarafından girilen işlemler, kurumların böyle bir işlemi yapma yetkilerinin olmadığı gerekçesiyle reddedilmiştir.

Ödeme Riski

Borsa, bir opsiyon sözleşmesindeki tarafların belirli süre sınırları içinde yükümlülüklerini yerine getirmelerini sağlar. Tezgâh-üstü piyasadaki durum böyle değildir. En büyük ekonomilerdeki merkez bankaları, türev işlemleri için isteklerin uzlaştırılması ve ödemenin yapılması sürecini hızlandırmayı denemektedirler. Buna rağmen, katılımcılar hâlâ daha işlemlerin süratle tamamlanmaması riskine açıktırlar. Esas endişe, iki taraf arasındaki tüm pozisyonların birbirine karşı çapraz olarak kapatıldığı süreç olan netleştirmedir. Netleştirme olmadan, B tarafı A tarafına karşı yükümlülüklerini yerine getiremediği hâlde, A tarafı B tarafına karşı olan yükümlülüklerini yerine getirmek zorundadır. Netleştirmenin yasal olarak tüm ülkelerde uygulanıp uygulanmayacağına açık olmaması, bir piyasa katılımcısının kârlı pozisyonlara sâhip olmasına rağmen, zarar etmesi olasılığını beraberinde getirmektedir.

DİZİN

A

- ABD konut piyasası 345, 351
- ABD Merkez Bankası. *Bkz Fed*
(Federal Reserve Board,
Amerikan Merkez Bankası)
- açık emir 245
- âdi hisse senedi 119, 208, 232
- ADRs. *Bkz* Amerikan Depo Sertifi-
kaları (*ADRs*)
- alış opsiyonları 304, 306, 309-314,
317, 319-321, 323-327, 339
- Alış ve Satış Opsiyonu Bileşimi
Oluşturma (*Straddling*)
324
- alış ve satış opsiyonu bileşimleri
301
- All-Ordinaries Endeksi 292
- Almanya 26, 44, 78, 88, 100, 104,
107, 108, 131, 134, 142, 150,
164, 173, 189, 200, 204, 206,
211, 215-218, 226, 234, 256,
263, 264, 280, 292
- Alternatif Yatırım Piyasası 237
- altın standardı 53, 54, 184, 188
- American International Group
(*AIG*) 343, 351
- Amerika Birleşik Devletleri (*ABD*)
22-29, 32, 37, 44-48, 51-56,
59, 63-65, 68, 72-88, 91, 93,
96, 100, 103-110, 121, 126,
129-144, 150, 155, 159-173,
182-189, 192-200, 204, 206,
208, 210, 213-218, 226, 231,
233-238, 243, 247-249, 253,
256, 263, 266, 274, 278, 282,
287, 292, 299, 303, 306, 309,
316, 336, 343, 352
- Amerikan Acente Menkûl Kıymet-
leri 160, 174
- Amerikan Depo Sertifikaları (*ADRs*)
210, 242
- Amerikan Kalkınma Bankası 85
- Amerikan Tarım Bakanlığı 163
- Amerikan tarzi opsiyonlar 311
- aracıdan kaçış 67
- aracılığı yükleniciler 109
- aracılık yüklenimi riski 177
- arbitraj 17, 52, 126, 314
- Arjantin 56, 63, 103, 105, 143, 147,
190-192, 239
- avro bölgesi 54, 78, 94, 134, 166,
290, 335
- avrodolar 182, 187, 288
- Avro Gecelik Endeks Ortalaması
94

Avrupa Birliği (AB) 43, 82, 134, 190, 196, 200, 238, 283
Avrupa Döviz Kuru Mekanizması 57
Avrupa Merkez Bankası (ECB) 93, 94
Avrupa tarzi opsiyonlar 311
Avustralya 26, 44-48, 63, 129, 131, 150, 184, 204, 206, 234, 236, 239, 243, 279, 283, 287, 292
Avustralya Borsası 292

B

bağlı kur 54, 58
bariyer opsiyonlar 39
başlangıç marjı 254, 297
baz puan 133, 139
Bear Stearns 349
Belçika 150, 190, 218, 226, 236, 315
beta 227, 231
Big Mac Endeksi 61
bireysel yatırımcılar 25, 27, 31, 74, 77, 161, 173, 178, 194, 200, 250, 298
Birinci Dünya Savaşı 54
Birleşik Arap Emirlikleri 190, 192
Birleşik Krallık 26-29, 32, 46, 49-53, 57, 63, 78, 80-84, 93, 96, 100, 108, 119, 131, 138, 141, 150, 166, 168, 173, 189, 204, 206, 208, 210, 215, 218, 226, 235-238, 248, 256, 263, 279, 283, 316, 335, 352
blok işlemler 251
Bolsa de Mercadorias & Futuros 45, 278, 285, 291, 308
Bono
ABD Hazine Bonoları 103, 119, 140, 264
bonolar 18, 20, 75, 78, 80-82, 90, 112, 119, 140, 171, 338
çoklu endeks bonoları 338
finansman bonoları 33, 74-80, 88-91, 94, 170-173, 186-189
hazine bonoları 42, 75, 80-82, 88, 90, 126, 133, 139, 274, 288, 294

T-bonolar 80
varlığa dayalı finansman bonosu 170
borç/öz sermâye rasyosu 207
borç yükümlülükleri 212
borsa emri 245
Bretton Woods Sistemi 54, 184
Brezilya 45, 59, 63, 81-83, 100, 103, 190, 204, 236, 263, 265, 270, 275, 278, 292, 307
broker 31, 113, 115, 326

C - Ç

CAC-40 292
cârî getiri 121, 126, 133
Chicago Ticaret Borsası 43, 45, 260, 263-266, 269, 272, 275, 278, 284, 287, 294, 297, 306
Chicago Ticaret Kurulu 263, 265, 271, 277-279, 283, 288, 293, 303, 306
Chicago Vâdeli İşlem Borsası 16
Commerzbank Endeksi 255
Commodity Research Board Index 306
çapraz kur 64
Çin 29, 58, 100, 102, 108, 156, 167, 190, 204, 206, 211, 235-238, 244, 264, 277, 279, 281
Çin Halk Bankası 167

D

dalgalanma sınırları 57
dalgalı kur 52, 59, 61, 344
Danimarka 44, 54, 64, 151, 155, 164, 263
DAX-30 292
DAX Performans Endeksi 255
dealer 109, 114, 196, 247, 329, 332, 340, 343, 348-350
delta 321, 325
depo sertifikaları 242
derecelendirme 78, 90, 123-125, 133, 135, 142, 147, 157, 168,

175, 189, 191, 199
deregölasyon 31
Deutsche Börse 240
Devlet Ulusal İpotek Birliği (GNMA) 162
doğrudan yabancı yatırım 41
Dow Jones Endüstriyel Ortalaması 15, 255, 292
döviz opsiyonları 38, 45, 308
döviz swapları 39, 44, 46
Dünya Bankası 190, 194

E

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) 25
elektronik ticaret 114, 116, 197, 272
emeklilik fonları 23, 28, 74, 219, 241
emtia (mal) future sözleşmeleri 267, 284-287, 294
endeks arbitrajı 301
endeks opsiyonları 305
enerji future sözleşmeleri 267, 282
enflasyon 22, 35, 50-52, 55, 61, 76, 81, 92-96, 120, 128, 131, 191, 220, 222, 243, 280, 294
esnek opsiyonlar 310
Estonya 55
EURIBOR 84
Euroclear 89

F

fâiz future sözleşmeleri 287-289
fâiz opsiyonları 306
fâiz oranı swapları 194, 334-336
fâiz oranları 51, 55-57, 64, 68, 70-81, 84, 89, 91-96, 107, 111-113, 117, 119, 120, 126-131, 136, 139, 144, 161, 166, 174-177, 187, 189, 191, 193, 207, 220, 222, 267, 287-290, 306, 335-338, 343, 346, 350
fâiz tabanı opsiyonları 337
fâiz tavanı opsiyonları 312, 337
Fannie Mae 103, 157, 158, 161, 166

Farmer Mac 163
Federal Ulusal İpotek Birliği (Fannie Mae) 157, 161
Fed (Federal Reserve Board, Amerikan Merkez Bankası) 85, 94
Filipinler 190, 239
Financial Times Hisse Senedi 100 Endeksi 255, 292, 313
finansal future sözleşmeleri 267, 269, 272-275, 287, 293, 300
finansal liberalizasyon 68, 72
finansal piyasalar 15-25, 29, 31, 35, 43, 67, 69, 76, 88, 90, 92, 150, 156, 160, 165, 167, 171, 186, 205, 259, 268, 281, 303, 326, 329, 346
Finlandiya 239, 263
Fitch IBCA 90, 123
fiyat/kazanç oranı 225, 233
fiyat riski 332
forward kur 64
forward kur anlaşmaları 39
forward sözleşmeler 39, 44, 46, 107, 109, 259, 329, 334, 351
Frankfurt Borsası 255
Fransa 26, 44, 81, 83, 88, 94, 100, 103, 107, 129, 150, 173, 175, 189, 218, 226, 236, 256, 263, 292, 315
Freddie Mac 103, 162
FTSE 255, 256, 313
future sözleşmeleri 18, 33, 38, 43-45, 48, 88, 107, 252, 259-303, 306-309, 312, 315, 334

G

gamma 322
garanti sözleşmeleri 135
Gayrimenkûl İpotek Yatırım Kanalları (REMICs) 160
GDR. Bkz Küresel Depo Sertifikaları (GDR)
gearing oranı 207
gecelik oranlar 94-96
gelişmekte olan ülkeler 81, 144,

290
General Motors 341
getiri 314
getiri eğrisi 95, 127, 130-133
getiri opsiyonları 307
Gibson Greetings 350
gilts 103
Ginnie Mae 162, 166
Goldman Sachs 302
Goldman Sachs Mal Endeksi 302, 306
Güney Afrika 190, 238, 279, 291
Güney Kore 56, 59, 100, 102, 108, 144, 147, 150, 190, 206, 237, 292, 306, 315
güvenceli fâiz arbitrajı 50
güvenceli fâiz paritesi 52, 60

H

hedge fon 343
hedging 88, 261, 301, 322, 325
Herstatt riski 49
Hindistan 45, 156, 190, 192, 204, 223, 234-238, 242, 244, 263, 274, 280, 315
hisse senedi fiyatı future sözleşmeleri 292
hisse senedi opsiyonları 305, 312
hizmet riski 177
Hollanda 26, 78, 100, 108, 111, 150, 173, 189, 218, 226, 235, 256, 260, 263, 316
Hollanda Doğu Hindistan Şirketi 204
Hong Kong 44, 184, 188, 204, 206, 212, 234, 292
Hypothekenpfandbriefe 164

I - İ

Ibovespa 292
ICE Future Sözleşmeler Borsası 307
IMF. *Bkz* Uluslararası Para Fonu (IMF)

İkinci Dünya Savaşı 184, 188
ikincil piyasa 135, 158, 162, 170, 196, 198
imtiyazlı hisse senetleri 208-210, 233
İngiltere Merkez Bankası 47, 88, 90
İngiltere Merkez Bankası Merkezî Para Piyasaları Ofisi 89
ipoteğe dayalı menkûl kıymet 151, 157-168, 173, 177
İspanya 78, 100, 134, 150, 175, 204, 288
İsveç 26, 46, 64, 141, 143, 263, 316
İsviçre 38, 44, 46, 64, 184, 187, 191, 197, 204, 206, 218, 226, 236, 238, 241, 256, 263, 349
İtalya 26, 88, 90, 100, 104, 108, 134, 150, 155, 189, 190, 206, 218, 226, 236, 256

J

Japon Merkez Bankası 88, 96
Japonya 26, 28, 43-46, 49, 64, 88, 90, 93-95, 100, 107, 116, 129, 131, 133, 138, 150, 155, 166, 185, 204, 206, 218, 226, 238, 241, 243, 256, 265, 272, 278, 292

K

Kalanı iptal et emri 245, 268
kaldıraçlı spekülasyon 313
Kanada 22, 26, 37, 46-48, 63-65, 73, 77, 80, 82, 93, 100, 104, 127, 129, 150, 163, 164, 169, 172, 184, 196, 204, 206, 218, 226, 238, 243, 253, 256, 266, 272, 282, 288, 308, 316
Kanada İpotek ve Konut Şirketi 163
Kanada Merkez Bankası 93
kapitalizasyon 204, 221, 223, 231, 237, 244, 255
karma opsiyonlar 39
kâr payı 261, 267, 305, 314

karşı taraf riski 90, 332, 343
katma değer 153, 229
Keynes, John Maynard 203
kısa satışlar 252
kısa vâdeli fâiz oranları 61, 69, 72, 74, 76, 78, 88, 93, 119, 131, 289

kişisel aktarım hesapları 73
konsolidasyon 32, 37, 238, 263
KOSPI 292

Kredi

Alt gelir kredileri 168
banka kabul kredileri 79
bankalararası kredi 84, 90
Federal Konut Kredileri Banka Sistemi 83
Federal Tarımsal İpotek Kredi Şirketi 163
gayrimenkûl kredileri 168
ipoteke kredileri 96, 351
kredi derecelendirmesi 90, 137
kredi kartları 168
kredi riski 124, 175, 199, 340
otomobil kredileri 167, 169
öğrenci kredileri 167, 170
kurumsal yatırımcılar 25, 26, 31, 37, 40, 73, 89, 112, 115, 137, 219, 233, 251, 310, 325
Küresel Depo Sertifikaları (GDR) 242
küreselleşme 32

L

Lehman Brothers 343, 349
LIBOR. *Bkz* Londra Bankalararası Fâiz Oranı
LIFFE. *Bkz* Londra Uluslararası Finansal Future Sözleşmeleri Borsası
liberalizasyon 31, 32
likidite 30, 40, 67, 70, 85-87, 92, 114, 141, 197, 235, 239, 247, 262, 264, 269, 273, 286, 334
limit fiyatlı emir 268
Lizbon Borsası 240
Londra Bankalararası Fâiz Oranı (LIBOR) 84, 126, 175, 307,

334, 338, 346, 350
Londra Menkûl Kıymetler Borsası 16, 235, 237, 240, 243
Londra Uluslararası Finansal Future Sözleşmeleri Borsası (LIFFE) 264, 266, 274, 315
Lüksemburg 238
Lüksemburg Borsası 196

M

Macaristan 45, 190, 291
maden future sözleşmeleri 280, 281
Malezya 190, 194, 280, 288
mal opsiyonları 307, 309, 328, 338
mal türevleri 338
marjlar 93, 133, 194, 249, 250, 299
marj tamamlama çağrıları 298
Meksika 26, 59, 65, 82, 190
Menkûl Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) 75, 249
menkûl kıymetleşme 151, 206
menkûl kıymetleştirme / menkûlleştirme 106, 149, 151-153, 155, 157, 159, 165-170, 206
Metallgesellschaft 350
mevduat sertifikaları 67, 74, 188
Moody's Yatırımcı Hizmetleri 90, 123, 173
Morgan Emerging Bond Index Plus (EMBI+) 147
mortgage 15, 96, 97, 152-155, 200, 344
muhasabe riskleri 352

N

NASDAQ 233-239, 241, 243, 247, 249-251, 256, 263, 292, 308, 316, 317
Neuer Piyasa 237
New York Kahve, Şeker ve Kakao Borsası 265
New York Menkûl Kıymetler Borsası 16, 236, 237, 243, 246, 249-252, 255, 257, 263, 266,

292, 310, 317
New York Pamuk Borsası 265
New York Ticaret Borsası 263, 265,
281-284
New York Ticaret Kurulu 266, 269,
278, 285, 306
Nikkei 225 256, 292
Norveç 64, 284

O - Ö

OECD. *Bkz* Ekonomik İşbirliği ve
Kalkınma Örgütü
Oeffentliche Pfandbriefe 164
opsiyonlar 33, 38, 45, 120, 252, 303,
306-321, 324-333, 336-340
opsiyon piyasaları 38, 259, 303,
305, 319, 322
opsiyon sözleşmeleri 38, 40, 45,
260-263, 305, 308-318, 328,
333, 337
opsiyon vâdesinin dolmasından
önceki son günler 312
Osaka Borsası 241
Oslo Borsası 292
oynaklık 50, 233, 237, 244, 257, 320-
322, 324, 347
ödeme aktarmalı menkûl kıymet-
ler 158
özel çekme hakları (*SDRs*) 54
özel fiyatlı emir 268

P

para kurulu 55, 56
para piyasaları 18, 33, 42, 66-71, 79,
83, 85, 88, 92, 100, 188
para politikası 56, 59, 61, 92, 94
Parasal Kontrol Yasası 68
Peru 29
petrol future sözleşmeleri 262,
302, 350
Pfandbriefe 164, 165, 178
Philedelphia Borsası 235, 239
Philip Morris 212

piyasa fiyatı ile değerlendirme 297
piyasa yapıcıları 247-250
Polonya 190, 194
Portekiz 150, 239, 316
Portekiz Future Sözleşmeleri Bor-
sası 266
Procter & Gamble 350
program işlemleri 252

R

reel fâiz oranları 50, 61, 64, 128
REMICs. *Bkz* Gayrimenkûl İpotek
Yatırım Kanalları
Resolution Trust 159
RHO 322
risk sermâyesi 207, 208, 211
riskten korunma 88, 261, 269, 271,
289, 297, 305, 313, 322, 325
risk yönetimi 18, 23, 259, 267, 303,
313
Rusya 82, 84, 103, 105, 143, 148,
190-192, 351

S - Ş

sâbit kur 36, 53-59
Sallie Mae 170
satış opsiyonları 301, 304, 310-313,
317, 319-328
SDR. *Bkz* özel çekme hakları
sepet işlemler 252
sera gazları 283
serbest yatırım fonları (*hedge*
fonlar) 27, 37
sınırlı emir 245
sınır ötesi finans 19-21
sigorta şirketleri 28, 31, 74, 76, 241,
245, 293, 331, 351
Singapur 44, 58, 238, 242, 265
soya fasulyesi future sözleşmeleri
278
S&P. *Bkz* Standard & Poor's (*S&P*)
spekülasyon 42, 73, 75, 262, 301,
305, 307, 339, 341, 350
spot fiyat 276

spot piyasa 37-40, 43, 49, 52, 62,
276
spread 93, 146, 177, 301, 325, 337
Standard & Poor's 500 256, 275,
292, 306
Standard & Poor's (*S&P*) 90, 139,
198, 256, 257, 274, 294, 306,
315
STRIP 118, 173, 302
Sumitomo 299
sürdürme marjı 254, 297
sürünen parite 58
swaplar 110, 112, 147, 149, 193-195,
276, 331, 334-337, 340-351
swaption 337
Sydney Future Sözleşmeler Borsası
307
Şanghay Future Borsası 278, 281
şeffaflık 30

T

Tahvil

ağırlıklı tahvil endeksi 146
anapara endeksli tahviller 120
avrotahvil 141, 185, 200
ayarlanabilir tahviller 119
çürük tahvil 137
Daiwa Tahvil Endeksi 146
dalganan fâizli tahviller 193
devlet tahvili 51, 75, 103, 126,
133, 139, 175, 264, 289, 306,
322
enflasyona endeksli tahviller
120
geri çağrılabilir tahviller 117
geri ödenmeyen tahviller 117
gösterge tahvil endeksi 146
güvenceli tahviller 146
*hisse senedine çevrilebilir (kon-
vertibl) tahviller* 119, 193
İngiliz tahvilleri (OATS) 103
Japon devlet tahvilleri (JGBS)
103
küresel tahviller 195
*Nikko Tahvil Performans Endek-
si* 146

*Nomura Tahvil Performans
Endeksi* 146
opsiyonlu (seçenekli) tahviller
120
sâbit fâizli tahviller 117, 149,
344
sâbit getirili tahviller 192
Samuray tahvilleri 141
satılabilir tahviller 117
sıfır kuponlu tahviller 118, 120
vâdesiz tahviller 118
tahvil endeksleri 145-147
tahvil fiyatları 123-130, 134, 137,
198, 222, 307, 344
tahvil future sözleşmeleri 107
tahvil getirileri 128, 222
tahvil opsiyonları 306
tahvil piyasaları 22, 33, 70, 99,
101, 107-111, 116, 128, 140,
186, 192, 200
tahvil sigortası 135
tarımsal future sözleşmeleri 277,
280

Tayland 144, 191, 195, 351,
Tayvan 155, 192, 238
teknik analiz 221
temel analiz 221
temerrüt swapları 331, 341-345,
351
temettü 24, 208, 212, 217-222, 228,
230-233, 256, 305
teminatlandırılmış borç yükümlü-
lükleri 156
Tennessee Valley Authority 83
tercihlerdeki geçici değişiklikler
223
ters repo 86, 92, 136
tesadüfî yürüyüş 224
tezgâh-üstü piyasalar 114, 196,
233-235, 309, 329, 332, 352
tezgâh-üstü türevler 329-333, 337,
347, 349
ticarî ağırlıklı döviz kuru 65
ticarî bankalar 31
ticarî ipotêge dayalı menkûl kıy-
metler (*CMBS*) 157, 159
Tokyo Borsası 237
Tokyo Tahıl Borsası 265, 278

turbo 325
türev piyasaları 38, 40, 49, 329,
332, 337, 340, 349
türev sözleşmeler 18, 259
Türkiye 26, 45, 141, 143, 190, 192

U

Uluslararası Finansal Future Söz-
leşmeler Borsası 263
Uluslararası Ödemeler Bankası
(BIS) 20, 40, 44, 46, 66,
69, 71, 75, 82, 100, 108, 143,
182-184, 188-190, 195, 218,
226, 236, 287, 291, 293, 308,
330, 336-339, 349
Uluslararası Para Fonu (IMF) 54,
66, 223
Uluslararası Petrol Borsası 266,
275, 283
uluslararası piyasalar 20, 77, 105,
140, 142, 144, 186-198
uzun vâdeli öz sermâye katılım
menkûl kıymetleri (LEAPS)
309

V

vâdeli mevduat 67, 75, 85, 87, 95
vâdeli opsiyonlar 309, 318
vâdesinden önce ödeme riski 176

vâdesinde ödememe (vâdeyi uzat-
ma) riski 176
varlığa dayalı menkûl kıymet 153,
156, 178
varlığa dayalı menkûl kıymetleştir-
me 150, 167
vega 322
Venezuela 190

W

warrant 120, 209
Winnipeg Mal Borsası 266

Y

ya-hep-ya-hiç emri 268
yapılandırılmış finansman 172
yapılandırılmış menkûl kıymetler
120, 172, 174, 176, 344
yatırım bankaları 31, 42, 87, 109,
112, 119, 145, 158, 171, 173,
179, 185, 214, 216
yatırım fonu 329
Yeni Zelanda 187, 287
Yunanistan 190
yükselen ekonomiler 138, 245

Z

Zimbabve 29