

**T.C.**  
**MARMARA ÜNİVERSİTESİ**  
**BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ**  
**BANKACILIK ANABİLİM DALI**

**“TÜRKİYE EMTİA PİYASALARINDA FUTURES**  
**VE**  
**OPSİYON İŞLEMLERİNİN UYGULANABİLİRLİĞİ\***

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**ARZU BÜK**

## **Teşekkür**

Değerli katkıları, önerileri ve gözetimi için Sayın Dr. Sudi Apak'a ve Prof. İlhan Uludağ'a teşekkürü borç bilirim.

## İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No.</u>
Teşekkür	(i)
İçindekiler	(ii)
Tablo Listesi	(iv)
<b>GİRİŞ</b>	<b>1</b>
<b>1. FUTURES VE OPSİYON İŞLEMLERİ</b>	<b>2</b>
1.1. Forward, Futures ve Opsiyon Kavramları	2
1.1.1. Vadeli Fiyat Kavramı	2
1.1.2. Gelecek Sözleşmesi Kavramı	2
1.1.3. Opsiyon Kavramı	3
1.2. Futures ve Opsiyon Piyasalarının Tarihçesi	4
1.2.1. Futures İşlemlerinin ve Sistemli Emtia Piyasalarının Tarihçesi	4
1.2.2. Opsiyon İşlemlerinin Tarihçesi	6
1.3. Futures Piyasalarının Temel Özellikleri	7
1.3.1. Tanım	7
1.3.2. Organize Borsalar	7
1.3.3. Standart Sözleşmeler	8
1.3.4. Takas Odası	8
1.3.5. Marjin ve Günlük Hesaplaşma	9
1.3.6. Pozisyonun Kapanması	10
1.3.7. Kategorizasyon	11
1.3.8. Komisyonlar	11
1.3.9. Emir Tipleri	11
1.3.10. Piyasada İşlem Yapanlar	12
1.4. Opsiyon Piyasalarının Temel Özellikleri	13
1.4.1. Tanım	13
1.4.2. Opsiyon Konusu	14
1.4.3. Terminoloji	14
1.4.4. Opsiyonların İşleyişi	14
1.4.5. Opsiyon Stratejileri	15
1.4.6. Opsiyon Türleri	15
1.4.7. Opsiyon Kliring İşlemleri	15
1.5. Futures İşlemlerinin Opsiyonlarla Karşılaştırılması	16
1.6. Futures ve Opsiyon Piyasalarının Kategorilere Göre İncelenişi	16
<b>2. FUTURES VE OPSİYON İŞLEMLERİNİN HUKUK KARŞISINDAKİ DURUMU VE TÜRKİYE'DEKİ MEVCUT İŞLEMLER</b>	<b>18</b>
<b>3. OPSİYONLARIN TÜRKİYE'DE UYGULANABİLİRLİĞİ</b>	<b>20</b>
<b>4. FUTURES İŞLEMLERİNİN TÜRKİYE'DE UYGULANABİLİRLİĞİ</b>	<b>22</b>
4.1. Futures Piyasalarının Yararları	22
4.2. Futures İşlemlerine Konu Olacak Malların Belirlenmesi	23
4.2.1. Sürekli Desteklemeye Tabi Mallar	23
4.2.2. Rekabetçi Piyasa Yapısı	24
4.2.3. Borsa Geleneği	24
4.2.4. Tüketicilerin Kimliği	25
4.2.5. Spot Piyasaların Etkinliği	25
4.2.6. Ticaret Borsaları ve İç Ticaretteki Önemi	26

4.3. Tarımsal Ürün Piyasalarının Özellikleri	27
4.4. Devlet Müdahalesi	29
4.5. Futures Piyasalarında Kurumsal Düzenlemeler	31
4.5.1. ABD'deki Sistem	31
4.5.2. İngiltere'deki Sistem	33
4.5.3. Türkiye'de Kurumsal Düzenlemeler	35
4.5.3.1. Düzenlemede Temel İlkeler	35
4.5.3.2. Kredibilitenin Önemi	36
4.5.3.3. Genel Bir Çerçeve Belirlenmesi	36
4.5.3.4. Borsa Pratiklerinin Dikkate Alınması	37
4.5.3.5. Sonuç	38
5. TÜRKİYE'DE FUTURES PİYASASININ İŞLEYİŞİ İÇİN ÖNERİLEN SİSTEM	39
5.1. Futures İşlemlerinin Muhasebeleştirilmesi	39
5.1.1. Mevcut Durum	39
5.1.2. Önerilen Sistem	39
5.2. Borsa	40
5.2.1. Borsa Seçimi	40
5.2.2. İşlem Sistemi	42
5.2.3. Borsa Üyeleri	42
5.2.4. Fiyat Limitleri ve Fiyat Değişme Sınırları	43
5.2.5. Sözleşme Tarihleri	43
5.2.6. Minimum İşlem	43
5.2.7. Malın Cinsi	44
5.2.8. Emirler	44
5.3. Futures Sözleşmeleri	45
5.4. Takas Odası	45
5.4.1. İşlevi	45
5.4.2. Kuruluş Önerisi	46
5.4.3. Teminat Sistemi	46
5.4.4. Günlük Hesaplaşma ve Sürdürme Teminatı	47
5.4.5. Sistemik Kriz ve Bir Öneri	47
5.5. Futures Piyasalarında İşlemlerin Yerine Getirilmesi	48
5.5.1. Futures Hesabı Açılması	48
5.5.2. Emrin Verilmesi	49
5.5.3. Emrin Borsa Üyesinin Borsa'daki Bürosuna Gönderilmesi	49
5.5.4. Emrin Borsa İşlem Alanında Yer Alan Aracıya İletilmesi	49
5.5.5. Emrin Yerine Getirilmesi	51
5.5.6. Alıcı ve Satıcı Tarafından Borsa Takas Fişinin Hazırlanması	51
5.5.7. Takas Odasının Sürece Girişi	52
5.5.8. Günlük Hesaplaşma	52
5.5.9. Denkleştirme İşlemi	52
5.5.10. Teslim	53
5.6. Sistemik Kriz İhtimali	55
5.6.1. Kredi İlişkileri	55
5.6.2. Kriz İhtimali ve ABD Örnekleri	57
SONUÇ	58
KAYNAKÇA	

## **TABLO LİSTESİ**

### **Ek: 1 Dünya Piyasaları**

Tablo 1	Çeşitli Borsalarda İşlem Gören Mallar, İşlem Birimleri, İşlem Ayları ve Fiyat Limitleri
Tablo 2	Takas Kurumlarının Karşılaştırılması

### **Ek: 2 Türkiye Piyasaları**

Tablo 1	Pamukta Belli Başlı Borsaların Büyüklükleri-A
Tablo 2	Pamukta Alt Gruplar
Tablo 3	Pamukta Belli Başlı Borsaların Büyüklükleri-B
Tablo 4	Dört Büyük Pamuk Borsasında Katılmaların Kompozisyonu
Tablo 5	Ayçiçeğinde Belli Başlı borsaların Büyüklükleri
Tablo 6	Ayçiçeğinde Belli Başlı Borsalarda Katılımcı Kompozisyonu
Tablo 7	Soyada Borsa Büyüklükleri
Tablo 8	Soyada Borsalardaki Katılımcı Kompozisyonu
Tablo 9	Susamda Borsa Büyüklükleri
Tablo 10	Susamda Belli Başlı Borsalarda Katılımcı Kompozisyonu
Tablo 11	Arpada Belli Başlı Borsaların Büyüklükleri
Tablo 12	Arpada Belli Başlı Borsalarda Katılımcı Kompozisyonu
Tablo 13	Buğdayda Belli Başlı Borsaların Büyüklükleri
Tablo 14	Buğdayda Belli Başlı Borsalarda Katılımcı Kompozisyonu

## **GİRİŞ**

Mevcut para, mal, sermaye piyasası araçlarının geleceğe yönelik belirsizliğin giderilmesinde, istenilen risk profiline ulaşılmasında her zaman yeterli olmaması nedeniyle günümüzde türev ürünler gelişmiş, yoğun işlem hacmine ulaşmışlardır. Piyasalarda ortaya çıkan ilk türev ürünler forward, swap, future ve opsiyon işlemleri olmakla birlikte günümüzde bu tip ürünlerin sayısı oldukça fazladır. Bu çalışmanın amacı Türkiye’de tarım ürünleri için futures ve opsiyon piyasalarının olabirliğini tartışmaktır.

Opsiyon işlemleri, çalışma içinde daha detaylı anlatılacağı üzere, taşıdıkları riskler ve komplike yapıları nedeniyle yerleşmiş future piyasalarının mevcut olduğu bir piyasada daha rahat kurulacağından bu çalışma Türkiye’de öncelikle Futures piyasasının kurulmasını önermekte ve dolayısıyla Türkiye’de oluşturulabilecek kurumsal alt yapı, işleyiş şeması ve muhtemel sorunlar ve çözümleri futures piyasaları üzerinde araştırmaktadır.

1985 yılından sonra dünya borsalarında finansal futures işlemleri toplam işlem hacminin %60’tan fazlasını oluşturmaktadır. Ancak bu çalışma futures piyasalarının tarım ürünleri üzerinde başlatılmasını önermektedir. Henüz bir tarım ülkesi hüviyetinde olan ülkemizde tarım ürünleri, işlem hacimleri, mevcut borsaları ve dünyada alınıp satılabilirliği gibi nedenlerle futures işlemlerine daha uygun bir tablo çizmektedir. Zaten dünya örneğinde bu tip malı enstrümanlar önce emtia piyasalarında başlamıştır.

Tartışmaya baz hazırlamak amacıyla futures ve opsiyon piyasalarının işleyişi, tarihçesi, yararları ve dünya örnekleri birinci bölümde kısaca açıklanmış ancak esas hedef olan Türkiye uygulamasından sapmamak ve konuyu dağıtmamak amacıyla opsiyon stratejileri gibi detaylara girilmemiştir. Bu konuların hepsi başlı başına bir tez konusu oluşturabilmektedir. İkinci bölümde Türkiye’deki mevcut futures ve opsiyon işlemleri, üçüncü ve dördüncü bölümlerde futures ve opsiyon işlemlerinin yararları ve konjonktürün uygunluğu çerçevesinde Türkiye’de uygulanabilirliği, dünya örnekleri ile Türkiye adaptasyonu, beşinci bölümde detayları ile birlikte futures piyasalarının nasıl işleyebileceği incelenmiştir.

## **1. FUTURES VE OPSİYON İŞLEMLERİ**

### **1.1. Forward, Futures, Opsiyon Kavramları**

#### **1.1.1. Vadeli Fiyat Kavramı (Forward pricing) Bir Çiftçi Örneği**

Geleceğe yönelik işlem piyasalarının (Futures Markets) temelini oluşturan vadeli sözleşmelerin (Forward Contracts) işleyişini anlamak için tarımsal bir örnekle başlamak yararlı olur<sup>1</sup>, çünkü futures piyasaları ilk olarak tarım ürünlerinde başlamıştır. Yazın son günlerinde tarlasına bakıp gelecek Ekim ayında 50.000 poundluk pamuk elde edeceğini düşünen bir çiftçiyi ele alalım. Çiftçi yaptığı görüşmeler neticesinde üretmeyi planladığı pamuğa yöresel tüccarların pound başına 60 cent vermeye razı olduklarını bilmektedir. Maliyetinin pound başına 50 cent olması dolayısıyla fiyatlardaki bir düşüş karını şiddetle etkilemekte, hatta 10 centin üzerindeki bir düşüş reel bir zarara yol açmaktadır.

Muhtemel bir zarar riskini engellemek isteyen çiftçi bir tekstilciyi arar ve Ekim ayındaki pamuğu garantilemek için nasıl bir fiyat ödemeye razı olduğunu sorar. Diğer yandan tekstilci yörenin diğer yörelerindeki pamuk tarlalarından kötü hava koşulları nedeniyle beklenilenden az pamuk elde edileceğini ve azalan arz nedeniyle pamuk fiyatlarının artacağını tahmin etmektedir. Kendisi şimdiden sonbahar için bir hazır giyim üreticisiyle bağlantıya girmiş olduğu için pamuk fiyatlarındaki bir artış karını büyük ölçüde azaltabilecektir. Bu yüzden çiftçiye Ekim ayındaki ürün için şu anki fiyat seviyeleri olan 60 centlik bir garanti vermeyi kabul eder. Küçük bir pazarlık sonrasında 60 1/2 centte anlaşılır. Bu anlaşılan fiyata vadeli fiyat (forward price) denir. Burada sözkonusu olan gelecekte teslim edilecek bir malın fiyatının şimdiden belirlenmesidir.

#### **1.1.2. Gelecek Sözleşmesi Kavramı (Futures Contract) Çiftçi Örneği**

Örneğimizdeki hayali dünyada vadeli işlemler yaygınlaştıkça önemli bir problem ortaya çıkar: Vadeli sözleşmeler büyük ölçüde esneklikten yoksundur. Tekstil işletmesinin müşterilerinin beklenenden daha önce kumaş istediğini ve tekstilcinin değişen takvime uymak için pamuğa Ekim yerine Eylül'de ihtiyaç duyduğunu

<sup>1</sup> Fink, E.R. ; Feduniak, R.B., "Futures Trading: Concepts and Strategies", New York Institute of Finance, New York, 1988, ss. 3-9

varsayalım. Bu tekstilciyi pamuk için başka bir kaynak bulmaya yönelttiği gibi elinde Ekim ayında teslim alınacak ancak işe yaramayacak pamuk stoğu ile başbaşa bırakır. Bu durumda tekstil işletmesi değişen fiyat ve teslimat koşullarına karşı gerekebilecek esneklikten yoksundur. Oysa vadeli sözleşmelerin başarısı büyük ölçüde likiditeye, likidite ise esnekliğe bağlıdır.

Vadeli sözleşmelerin likiditesini artırmak amacıyla örneğimizdeki pamuk tüccarları bir araya gelip şöyle bir plan yaparlar<sup>2</sup>:

- i. Vadeli işlemlerin yapılabilmesi için "borsa" adı verilen merkezi bir buluşma yeri tesbit edilecektir.
- ii. Bu borsada işlem görecektir vadeli sözleşmeler miktar, kalite, teslim şartları, tarih ve yeri açısından standardize edilecektir.
- iii. Güvenilirliği artırmak amacıyla üyelere bir takım mali yaptırımlar uygulanacak, bir miktar depozito alınacaktır.

Bu borsa, içinde işlem gören yukarıdaki şartlara sahip sözleşmeleri borsa dışındakilerden ayırmak için gelecek sözleşmesi (future contract) olarak isimlendirecek, sözkonusu borsa ise "futures borsası" ismini alacaktır.

### 1.1.3. Opsiyon Kavramı (Option Contract) Bir Diğer Çiftçi Örneği<sup>3</sup>

Bir çiftçi mısırını Aralık ayında teslim etmek koşuluyla 2.50 dolardan satmak amacıyla bir forward veya futures kontratına girerse, mısır fiyatları 4 dolara bile çıkarsa bu kontratın şartlarını yerine getirmek zorundadır. Oysa mısırını aynı tarihte aynı fiyatla satmak için bir opsiyon kontratı alan bir çiftçi, bu kontratı fesh etme hakkını elinde bulundurmaktadır ve doğal olarak mısırın 4 dolara çıkması durumunda bu hakkı kullanmak isteyebilir.

Doğaldır ki, bu kontratın karşı tarafındaki şahıs bu fesh etme imtiyazının çiftçiye çok daha avantajlı bir konum yarattığının farkındadır ve çiftçiden bunun bedelini ödemesini ister. Sözü edilen bedele opsiyon primi (option premium) adı

<sup>2</sup> Fink and Feduniak, a.g.e. ss.9

<sup>3</sup> Fink and Feduniak, a.g.e. ss.618



verilmektedir. Diğer bir deyişle çiftçi mısır fiyatlarının 2.50 doların altına düşmesi ihtimaline karşı kendini sigortalamaktadır. Fiyatlardaki düşme ihtimaline karşı alınan bu opsiyonun primi sel veya yangın ihtimaline karşı yapılan sigortanın primine benzemektedir.

## **1.2. Futures ve Opsiyon Piyasalarının Tarihçesi**

### **1.2.1. Futures İşlemlerinin ve Sistemli Emtia Piyasalarının Tarihçesi<sup>4</sup>**

Futures piyasaları uluslararası ilgi gördükçe birçok piyasa tarihçisi ilk futures borsasını ve futures işlemlerinin ilk örneklerini tanımlamak için gayret göstermişlerdir. Bunların bir kısmına göre 17. yüzyılda Japonya'da pirinç üzerine vadeli sözleşmeler gerçekleşmiştir. Diğerlerine göre ise 1820'lerde Londra'nın kahvelerinde gerçekleşen çay ve kauçuk alışverişlerinde ilk vadeli sözleşmeler (forward contracts) başlamıştır. Fakat başlangıcı nerede olursa olsun son yıllarda futures işlemlerinin en büyük merkezi tartışmasız Amerika'nın Chicago şehridir.

Chicago'nun "Great Lakes" ve "Great Plains" yakınlarındaki konumu, kendisini doğal olarak doğu sahilindeki tüccarlarla iş yapmak isteyen tahıl üreticisi çiftçilerin buluşma yeri haline getirmiştir. Ancak bu piyasalar hasat mevsimine, depolama zorluklarına, Chicago'nun içi ve çevresindeki ulaşım zorluklarına ve teslim edilen malların miktar ve kalitesini ölçmekte karşılaşılan güçlüklerle bağlı olarak şiddetli fiyat oynamalarına sahne olmaktadır.

1848 yılında bir grup yerli tüccar biraraya gelerek tarım ürünlerinin daha verimli ve düzenli yöntemlerle alınıp satılmasını sağlamak ve tahıl ürünlerindeki yanlış uygulamalara son vermek amacıyla Chicago Ticaret Kurulunu (The Board of Trade of the City of Chicago) kurdular. Kurulun ilk hedefleri ticari bir borsa oluşturmak, işlemlerde birlik sağlamak, ticarete adalet kavramını yerleştirerek, iş anlaşmazlıklarının kısa zamanda çözülmesini sağlamak, ticari değeri olan bilgilerin duyurulmasını sağlamak ve olabilecek davalarda işbirliğinin avantajını sağlamaktı.

Bu idealist hedefler kısa zamanda pratiğe uygulandı ve merkezi bir tahıl borsası oluşturulmasının yararları nakit piyasalarında hemen kendini gösterdi. Ancak bunun yanında vadeli (forward) işlemler bir takım dezavantajlara da sahipti. Bazı

---

<sup>4</sup> Fink and Feduniak, a.g.e. ss.90-91

maddelerin standartlaşmasına rağmen, hala birçok made tarafların güvenilirliğine, sözkonusu malın miktar ve kalitesine, ve diğer şartlara bağlı olarak taraflar arasında ayrıca kararlaştırılıyordu. Gerekli güveni sağlamak amacıyla zamanla tarafsız bir şahısa bir miktar depozito yatırılması adet haline geldi.

1860'lara gelindiğinde vadeli sözleşmeler merkezi bir buluşma yerinde alınıp satılan ve fiyat dışında her açıdan standartlaşmış futures işlemlerine dönüşmüştü. Bu işlemlerin takası ve gerekli depozitonun yatırılması amacıyla bir takas merkezi oluşturuldu. Diğer borsalar da futures trading amacıyla önce depolanabilen mallarda, özellikle tahıl ve pamukta, daha sonra ise yumurta ve canlı hayvan gibi bozulabilen mallarda futures işlemleri yapmaya yarayacak standartları adapte ettiler. Bu borsalardan Chicago Tereyağ ve Yumurta Kurulu (Chicago Butter and Eggs Board) canlı hayvandan tahıla, kereste ve patatese kadar uzanan geniş mal yelpazesini yansıtmak amacıyla ismini Chicago Ticaret Borsası (Chicago Mercantile Exchange) olarak değiştirdi. Bu borsanın başarısı daha sonra 1970'lerin başında tarımsal ürünlerin üzerinde yapılan futures işlemlerinin para üzerinde de uygulanmaya başlanmasına neden oldu.<sup>5</sup>

1970'li yılların başında Bretton Woods antlaşması iflas edince doların değerinde aşırı dalgalanmalar olmuştur. Bunun üzerine Chicago Mercantile Exchange Piyasasının bir yan kuruluşu olan Chicago International Monetary Market (IMM) piyasasında döviz üzerine yazılı futures sözleşmeleri ortaya çıkmıştır. Aynı dönemde ABD'de faiz tavanları kaldırılmıştır. Bu bir faiz yarışına neden olmuş ve piyasada aşırı fiyat dalgalanmaları oluşmuştur. Bunun üzerine ilk olarak 1975 yılında CBT piyasasında faiz oranı futures sözleşmeleri piyasaya sunulmuştur. Bu örnekleri daha sonra 1982 yılında ortaya çıkan borsa endeksi futures sözleşmeleri izlemiştir.

ABD dışındaki ülkelerde futures işlemleri 19. Yüzyılın ortalarından beri varlığını sürdürmekteydi. Ancak 2. Dünya Savaşı sonrasında ABD borsalarındaki işlem hacmi tüm dünya borsalarının %90'ına ulaştı. ABD dışında bu konuda önde gelen ülkeler İngiltere, (LME, LIFFE, etc.), Kanada, Japonya, Singapur, Avustralya, Fransa, Bermuda ve Hong Kong'dur.

---

<sup>5</sup> Apak, Sudi: "Uluslararası Finansal Teknikler," Emlak Bankası Yayınları, İstanbul, 1992, ss 48

## 1.2.2. Opsiyon İşlemlerinin Tarihçesi

Bugün futures işlemlerinin üzerine yapılan opsiyon işlemlerinin 1982 yılında ABD'de Emtia Futures İşlemleri Komisyonu tarafından (Commodity Futures Trading Commission-CFTC) başlatıldığı düşünülmektedir. Borsa'ya kote edilmiş Opsiyon alışverişinin başlangıcı gerçekten 1982'ye gitmekle birlikte opsiyonlar diğer adlar altında da olsa futures piyasalarında rol almışlardır.<sup>6</sup>

1860'larda iç savaşın tahıl piyasasında sebep olduğu büyük fiyat dalgalanmalarıyla birlikte opsiyonlar Chicago Ticaret Kurulu'na (Chicago Board of Trade - CBOT) konu oldular. Bu opsiyonlara o zaman "ayrıcılık" denmekteydi ve modern opsiyonlardan iki temel farkı vardı. Öncelikle çok kısa vadeli genellikle bir gecelik işlemlerdi. Overnight risk almak istemeyen yatırımcının pozisyonunu likide etmesine alternatif olarak görülüyordu. İkincisi ise borsa tarafından resmi bir onay almıyordu. Hatta Illinois eyalet yasasına göre yasal sayılmıyordu.

CBOT bünyesindeki tahıllar üzerinde opsiyon işlemleri uzun yıllar bu haliyle devam etti. Ancak 20 Temmuz 1933'te buğday fiyatları üzerinde meydana gelen krizle opsiyon aktivitesi duruldu. 1936 yılında çıkan Mal Borsası Yasası (Commodity Exchange Act) temel mallar üzerinde yapılan opsiyon veya ayrıcalık işlemlerini yasakladı. Fakat buna rağmen bir kısım spekülörler ve yatırımcılar kakao, kahve ve şeker gibi mallar üzerindeki opsiyon işlemlerini herhangi bir yasaklamanın bulunmadığı Londra piyasalarında yürütmeye devam ettiler. Bu borsalarda gerçekleşen büyük çaptaki skandallar neticesinde CFTC Londra kaynaklı opsiyonların da ABD dahilinde satılmasını yasakladı.

Uzun süren çabalar ve araştırmalar neticesinde CFTC hem opsiyonların yararlarından faydalanmak, hem de kötü kullanımları engellemek amacıyla sadece kendi düzenlemesine tabi mallar üzerindeki işlemleri serbest bıraktı ve bu 1982'deki pilot programın temelini teşkil etti.

---

<sup>6</sup> Fink and Feduniak (1988), a.g.e. ss.632

### 1.3. Futures Piyasalarının Temel Özellikleri

#### 1.3.1. Tanım

Forward işlemleri, ileri bir tarihte teslimi sözkonusu olacak herhangi bir malın (döviz, faiz, tarımsal ürün v.b.) vadesi, miktarı ve fiyatının taraflarca bugünden belirlenerek sözleşmeye bağlandığı işlemlerdir.<sup>7</sup>

Futures Kontratı ise belirli nitelikteki ve belirli miktarlardaki bir malın veya bir mali enstrümanın, önceden belirlenmiş bir tarihte, yine önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden gelecekteki teslimini hükme bağlayan yasal bir sözleşmedir.

#### 1.3.2. Organize Borsalar

Merkezi bir pazar yeri olmayan ve münferit bankalarla müşteri arasında gerçekleştirilen geleneksel vadeli (forward) anlaşmalarının tersine, futures piyasaları belli başlı bazı organize "Futures" borsalarında oluşur. Bunlar arasında en önemlileri Chicago Board of Trade (CBOT), New York Futures Exchange (NYFE), Chicago Mercantile Exchange (CME), Philadelphia Stock Exchange, Kanada'da Toronto Stock Exchange, Londra'da London International Financial Futures Exchange (LIFFE) ve Singapur'da Singapore International Monetary Exchange (SIMEX)'tir.<sup>8</sup>

CBOT en eski ve en büyük borsasıdır. Borsa üyelerce oluşturulan ve kar amacı gütmeyen, gönüllü bir kuruluştur. Menkul kıymet borsalarında uygulanan, spesiyalist sistemin aksine, futures sözleşmeleri, "open out cry" olarak adlandırılan bir sesli pazarlık sistemiyle alınıp satılmaktadır. Bu sistemde alım ve satım emirleri "pit" adı verilen işlem alanında, mevcut tüm tacirlere (traders) açık olarak belirtilmektedir.

<sup>7</sup> Kırdaloğlu, S.Saklar, F. "Türev Ürünler: 90'ların Çağdaş Finans Teknikleri", Bankacılar Dergisi, No. 7, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, 1992, ss 50

<sup>8</sup> Kırım, A: "Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek Piyasaları", Bankacılar Dergisi No. 3, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, 1990, ss.30

İşlem yapan bireyler başlıca iki kategoride ele alınabilir:<sup>9</sup>

- i. Kendi hesaplarına işlem yapan borsa üyeleri,
- ii. Kendi adlarına veya borsa dışındaki müşterileri adına işlem yapan aracı kurumların temsilcileri

### 1.3.3. Standart Sözleşmeler

Futures kontratlarının klasik forward kontratlarından en önemli farkı, miktar olarak standart olmalarıdır. Bunların içerikleri ile tarafların taahhütleri çok iyi belirlenmiştir. Bunların yanısıra sözleşmenin tamamlanması için gerekli teslim mekanizması da ayrıntılı olarak düzenlenmektedir. İşlemleri her aşamasında tüm ayrıntıları ile düzenleyen bu kurallar sınırlayıcı nitelikte görülebilirse de birçok yararlar sağlamaktadır. Bu kurallar sayesinde piyasaya katılanların tümü satışa sunulan malların niteliklerini ve işlemlerin koşullarını tam olarak bilmekte, bu ise likiditeyi artıran bir unsur olmaktadır.

### 1.3.4. Takas Odası

Futures borsalarının, gerçekleşen işlemlerin operasyonel ve finansal bütünlüğünü sağlamakla görevli olan parçalarına takas odası adı verilmektedir. Takas odasına sadece katı birtakım finansal şartları yerine getiren borsa üyeleri üye olabilmektedir. Bazı borsalarda takas odası kendi yönetim ve personeline sahipken, diğerlerine ise borsanın bir departmanı olarak yer almaktadır. Takas odasına üye olmayıp ta borsaya üye olan bir kurum, takas işlemlerini takas odası üyesi başka bir kurumda hesap açtırarak yürütebilmektedir.

Takas işlemlerinin gerçekleşmesinde takas odasına karşı sorumluluk odaya üye olan kuruma karşı tarafa karşı olan sorumluluk ise takas odasına aittir. Böylelikle takas odası sadece takas işlemlerini gerçekleştirmekle kalmamakta, aynı zamanda karşı taraf (counterparty) rolünü üstlenmektedir. Ancak başlangıç marjını ve yürütme marjını adı altında alınan depozitolar müşterilerin çalıştıkları aracı kuruma, aracı kurumun ise üyesi oldukları takas odasına karşı yükümlülüklerini yerine getirmesini garantilemektedir. Takas odası bünyesinde üyeleri adına tutulan hesaplar hergün

---

<sup>9</sup> Demircelik, A; Soydemir, S: "Geleceğe Yönelik İşlemler Piyasaları", Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara, 1989, ss.5

güncelleştirilmekte, o günün fiyatlarıyla değerlendirilmektedir. Dolayısıyla takas odasının o kontratın başlangıçta hangi fiyattan alındığını bilmesi gerekmekte, sadece iki gün arasındaki fiyat farkı ile pozisyon karşılaştırılarak oluşan kar veya zarara göre üyeden ek marjin talep edilebilmektedir.

Özde borsa işlem salonunda işlemler gerçekleşip takas odası elemanları tarafından onaylandığı anda takas odası aracı olarak devreye girmektedir.

Takas odası alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı rolünü üstlenmektedir. Ancak bunu yaparken takas odasının pozisyonu daima dengededir, çünkü borsada yapılan her alış işleminin bir de satıcısı olması gerekmektedir.

Takas odasının dört temel işlevini şöyle özetleyebiliriz:<sup>10</sup>

- i. Üye firmalar arasında geleceğe yönelik işlemlerin düzenlenmesi,
- ii. Gelecek sözleşmesinin vadesi dolduğunda, malı teslim almak isteyen alıcılara sözleşme konusu mal veya araçların tesliminin düzenlenmesi,
- iii. İşlem maliyetlerini ve gecikmeleri azaltarak faaliyetlerin etkin bir biçimde yapılmasının sağlanması,
- iv. Sözleşmeden doğan yükümlülüklerin yerine getirilememesi durumlarına karşı düzenli ve sürekli bir güvencenin sağlanmasıdır.

### 1.3.5. Marjin ve Günlük Hesaplaşma

Sistemde güvence sağlayan bir diğer nokta teminat (marjin) yatırma yükümlülüğüdür. Marjinler bir "başlangıç marjini" (genelde kontrat değerinin %5'i) ve bir de "değişim marjini" adı verilen iki aşamadan oluşurlar. Kontrat alan ya da satan taraf aracı kuruma öncelikle bir başlangıç marjini yatırmak zorundadır. Günlük fiyat değişmelerine bakılarak daha sonra bu marjinde bir tamamlama ya da iade gerekiyorsa, bu da "marking-to-the-market, sözkonusu gelecek kontratı pozisyonlarının, hergün sonundaki yeni fiyatlara göre değerlerinin yeniden bulunması, ve eğer bu bulunan yeni değer mevcut pozisyonun zararda olması sonucunu doğuruyorsa, bu zarar miktarının marjinden düşülmesi şeklinde işlemektedir. Yatırılan ilk marjinde bir alt seviye (maintenance level) belirlenerek, günlük zararlar bu noktaya kadar düşünceye dek herhangi bir ek marjin talep

<sup>10</sup> Demirçelik, A; Soydemir, S. (1989), a.g.e. ss.5

edilmemekte, ancak bu noktaya ulaşıldığında trader'dan marjin tamamlaması (margin call) istenmektedir. Bu yatırılan müteakip marjinlere değişim marjini ismi verilmektedir.

Bunu bir örnekle açıklayabiliriz<sup>11\*</sup> : A'nın 1 Mayıs günü, kilesi 171 centten, 3000 kilo yulafa dayalı bir futures sözleşmesi aldığı varsayalım. 2 Mayıs günü kile değerinin 168 cente düşmesi durumunda kile başına 3 cent zarar edilmesi sözkonusu olacaktır. Sözleşme 5000 kile yulafı içerdiğinden toplam kayıp 150 dolardır. Bu tutar aracı kurum (broker) nezdindeki fon hesabından düşülmektedir. Bu fonun tutarı sürdürme teminatının altına düştüğünde - bu teminat genellikle başlangıç teminatının yüzde 75'i olmaktadır-teminatın tamamlanması istenmektedir. Örneğin başlangıç teminatının tutarının 1400 dolar, sürdürme teminatının ise 1100 dolar olduğunu kabul edersek, A'nın 150 dolarlık zararı teminat hesabını 1250 dolara düşürecektir. Bir sonraki gün yulaf fiyatının 4 cent daha düşmesi halinde 200 dolar daha ek kayıp olacaktır, bu ise teminat tutarının 1050 dolara düşmesine yol açacaktır. Bu tutar sürdürme teminatının altında olduğundan, teminat hesabının başlangıç teminatı olan 1400 dolar düzeyine çıkarılması için teminat yatırılması istenecektir. Bu ek fonun nakit olarak yatırılması gerekmektedir.

### 1.3.6. Pozisyonun Kapanması

Gelecek piyasalarında sözleşmeden doğan taahhütlerin yerine getirilmesi iki yolla olabilmektedir.

- i. Borsanın kurallarına göre malın teslim edilmesi veya teslim alınması
- ii. Sözleşmenin üçüncü bir kişiye satılarak yükümlülüklerin devredilmesi: "Reversing trade" olarak adlandırılan bu işlemde alıcının net pozisyonu sıfıra getirilmiş olmaktadır. Örneğin sözleşme gereğince alıcı tarafın belirli bir tarihte bir malı belirli miktarda almakla (takas odasına karşı) yükümlü olduğunu düşünelim. Alıcı, malın teslimini gerçekte istemiyor veya vazgeçmiş olabilir. Bu durumda tekrar piyasaya girip aynı sözleşmeyi, belirli bir kar da sağlayarak üçüncü bir kişiye satabilir. Bu olayda sözleşmeyi satan tarafın taahhüdü

---

<sup>11</sup> Kolb, R.W. (1988): "Understanding Futures Markets", Scott-Foresman, Glenview, Illinois, 1988

değişmemekte, ancak sözleşmeyi üçüncü kişiye satan taraf malı satın alma yükümlülüğünden kurtulmaktadır.

### 1.3.7. Kategorizasyon

Geleceğe yönelik sözleşmeler esas olarak aşağıdaki varlıkları konu alacak şekilde düzenlenebilmektedir:<sup>12</sup>

- Tarımsal Ürünler (Hububat, gıda v.s.)
- Metalürjik mallar (Metaller, petrol, v.s.)
- Faiz getiren varlıklar (Hazine bonoları, mevduat sertifikaları v.s.)
- Döviz
- Hisse senedi endeksleri (S and P's 500, Value Line indeks v.s.)

Bunlardan mallara dayalı gelecek işlemleri çok eski yıllara kadar gitmekle beraber, mali araçlara dayalı olanlar oldukça yakın yıllarda ortaya çıkan gelişmelerdir.

### 1.3.8. Komisyonlar

Futures kontratını almak veya satmak isteyen kişi işlem yaptığı aracı kuruma belirli bir komisyon ödemek zorundadır. Komisyon oranları pazarlığa ve kontratın büyüklüğüne göre değişmektedir.

### 1.3.9. Emir Tipleri

Sayca çok çeşitli olan emirlerin başlıca üç tanesini özetleyebiliriz:

**Piyasa Fiyatıyla Emirler (Market Order) :** Belirli sayıdaki sözleşmeyi piyasada elde edilebilecek en iyi fiyattan en kısa zamanda al veya sat talimatıdır.

**Limitli Emirler (Limit Orders):** Bu tür emirlerde alıcının satın almaya hazır olduğu en yüksek fiyatla satıcının satmaya razı olduğu en düşük fiyat belirtilmektedir.

**Stop emirleri (Stop Orders):** Piyasa fiyatları belirli bir düzeye ulaştığında satın al veya sat emri şeklinde uygulanırlar. Piyasa belirlenen fiyata vardığında emir artık

<sup>12</sup> Demirçelik, A; Soydemir, S. (1989) a.g.e. ss.2



piyasa fiyatıyla alım veya satım emri haline gelmektedir. Bu tip emirler genellikle zararların büyümesini engellemek için verilirler.

### 1.3.10. Piyasada İşlem Yapanlar

Temelde gelecek piyasaları, riskten korunular ile spekülörlerin, herhangi bir malın veya mali aracın gelecekteki fiyatını tesbit etmek, fiyat riskine karşı korunmak ve geniş bir risk sermayesi birikimi sağlamak için biraraya geldikleri piyasalardır.

Piyananın katılımcıları esas olarak üç grupta toplanabilir:<sup>13</sup>

- Gelecekteki bir tarihte satın almak veya satmak istedikleri mal, döviz veya mali araçların fiyatlarında, işlemin vadesine kadar geçen sürede meydana gelebilecek değişikliklerden doğabilecek riskten korunmak amacıyla hareket edenler (hedgers).

Buna basit bir örnek verecek olursak, bir pamuk üreticisinin veya tüccarının, bir tekstilciyle ileride belirli bir tarihte mal satışına dayanan bir anlaşma yaptığını düşünelim. Söz konusu tarihe kadar geçecek süre içinde pamuk fiyatlarında bir düşme olması durumunda, üreticinin veya tüccarın nakit piyasada bir zarara uğraması riski doğacaktır. Bu durumda satıcının piyasada bir gelecek sözleşmesi satması ile fiyat düşmesinden dolayı uğrayacağı zararı bir ölçüde azaltması veya gidermesi mümkün olabilecektir. Benzer şekilde gelecekte satın alınacak bir malın fiyatının o tarihe kadar geçecek sürede yükselmesi durumundan kaçınan bir alıcı, söz konusu mal için bir gelecek sözleşmesi satın alarak riske karşı kendini koruyabilir. Ancak burada riskten korunma işlemleri, zarardan korunmayı sağlayabildiği gibi kazançtan korunma sonucuna da yol açabilir.

Örneğin verilen örnekte gelecek sözleşmesi satın alarak fiyat yükselmesi riskine karşı korunma yoluna giden bir alıcı söz konusu malın fiyatının düşmesi halinde bu düşmeden yararlanmamış olacaktır.

Hedging olayı, herhangi bir tüccarın veya üreticinin üretiminin maliyetini veya satış fiyatını daha etkin bir şekilde planlamasına yardımcı olmaktadır.

<sup>13</sup> Demirçelik, A; Soydemir, S. 1989, a.g.e. ss.12-13

- Gelecek sözleşmelerini belirli bir risk olarak ve kar sağlamak amacıyla alıp satarak, fiyat değişmelerinden mal piyasası ile üretim, işletme, pazarlama veya taşıma gibi yönlerden bir ilişkisi olmadan yararlanmaya çalışan spekülörler.

Bazıları borsa üyesi olan spekülörlerin faaliyetleri piyasaların etkinliği ve likiditesi üzerinde önemli bir etki yaratmaktadır. Borsalarda genel olarak üç tür spekülörden sözedilebilir:

- Piyasada pozisyon alma süresi en kısa olan spekülörler birkaç dakikalık çok kısa aralıklarla ortaya çıkan piyasa hareketlerine dayalı faaliyet göstermektedir (scalpers). Bunların elde tutma dönemi çok kısa olduğundan küçük karlar sağlamakta veya günü kar/zarar sağlamadan kapatmaktadırlar. Fiyatların beklenen yönde hareket etmemesi durumunda pozisyon kapatılıp çoğu kez yeni olanaklar arayışına girilmektedir. Bunun sonucunda bu tür spekülörler çok sayıda işlem yapmaktadırlar. Borsa üyesi olduklarından işlem maliyetleri de çok düşük olmaktadır. Çok miktarda alım satım yapmakla bu spekülörler piyasada arzla beraber likidite sağlanmasında önemli bir rol oynamaktadırlar.
- Bir işlem gününde meydana gelebilecek fiyat hareketlerinden kar sağlamaya çalışan ve günlük işlem yapan spekülörler (day traders) pozisyonlarını her işlem gününün sonunda kapatmakta ve bir gecelik (overnight) pozisyon almamaktadır. Bunun temel nedeni risktir, çünkü bir gecelik spekülatif pozisyon almanın, birçok olumsuz fiyat hareketi meydana gelebileceğinden, oldukça riskli olduğuna inanmaktadır.

## 1.4. Opsiyon Piyasalarının Temel Özellikleri

### 1.4.1. Tanım

Opsiyon iki taraf arasında yapılan ve taraflardan birisinin (opsiyon yükümlüsü) diğerine (opsiyon sahibi) belli malı gelecekteki belli bir tarihe kadar olan süre içinde, önceden belirlenmiş bir bedel üzerinden alma (alış opsiyonu-call option) veya satma (satış opsiyonu-put option) hakkı verdiği anlaşmadır.<sup>14</sup>

<sup>14</sup> Bozkurt, Ü: "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi"  
İktisat Bankası Eğitim Yayınları, İstanbul, 1988, ss. 257-258

Diğer bir tanıma göre ise opsiyon, opsiyon sahibinin vadesinden evvel iptal hakkına sahip olduğu bir futures sözleşmesi olarak ta tanımlanabilir.

#### 1.4.2. Opsiyon Konusu

Opsiyon anlaşmasının konusu çeşitli menkul kıymetler, değerli madenler, temel mallar, piyasa indeksleri gibi çeşitli olabilmektedir.

#### 1.4.3. Terminoloji<sup>15</sup>

- i) **Opsiyonun Yürütülmesi: (to exercise an option)** : Opsiyon anlaşmasında belirtilen satın alma (alış opsiyonunda) veya satma (satış opsiyonunda) hakkının kullanılmasına opsiyonun yürütülmesi veya işleme konması denir.
- ii) **Yürütme fiyatı (Exercise Price)** : Opsiyon konusu malın anlaşmada belirlenen alış veya satış fiyatına yürütme fiyatı veya işlem fiyatı denir.
- iii) **Opsiyon Primi (Option Premium)** : Opsiyon sahibinin kendisine tanınan bir mali satın alma veya satma ayrıcalığına karşılık olarak, opsiyon yükümlüsüne ödemesi gereken bedele opsiyon primi denilmektedir. Bu miktar opsiyon anlaşmasının piyasa fiyatını teşkil eder.
- iv) **İçsel Değer (Intrinsic Value)** : Bir opsiyonun derhal yürütülmesi durumunda sahip olacağı değerdir. Yani yürütme fiyatıyla piyasa fiyatının arasındaki farktır.

#### 1.4.4. Opsiyoların İşleyişi

- i) İçsel değer "0"dan büyük olması durumunda opsiyonun "parada" (in-the-money) olduğu söylenir. Bu durumda opsiyonun yürütülmesi mantıklıdır. Örneğin bir satın alma opsiyonunda sözkonusu mal yürütme fiyatı üzerinden alınır ve piyasa fiyatından satılır.

---

<sup>15</sup> Walmsley, J.: "The New Financial Instruments-An Investor's Guide", John Wiley and Sons Inc, U.S.A., 1988, ss. 154-160

- ii) İçsel değerin "0" (at-the-money) veya "0"dan küçük olması (out-of-the-money) durumunda opsiyon yürütülmez. Opsiyon sahibinin zararı ödediği prim kadardır.

#### 1.4.5. Opsiyon Stratejileri

- i) Piyasa fiyatlarının artması bekleniyorsa iki strateji izlenebilir.
- ♦ Alış opsiyonu satın alınması
  - ♦ Satış opsiyonunun satılması
- ii) Piyasa fiyatlarının düşmesi bekleniyorsa
- Alış opsiyonunun satılması
  - Satış opsiyonu satın alınması.

#### 1.4.6. Opsiyon Türleri<sup>16</sup>

- i) **Amerikan Opsiyonlar :** Opsiyonlar vadeye kadar olan süre içinde herhangi bir tarihte yürürlüğe konabilir.
- ii) **Avrupa Türü Opsiyonlar :** Opsiyonlar sadece anlaşmanın sona erdiği tarihte işleme konabilir.

#### 1.4.7. Opsiyon Kliring İşlemleri

Opsiyonlar ile ilgili her türlü işlemleri düzenlemek, alıcı ve satıcı hesaplarını tutmak ve tarafların opsiyondan kaynaklanan haklarını kullanmalarını sağlamak ve yükümlülüklerini yerine getirmelerini temin etmek amacıyla her menkul kıymet borsasında bir kliring merkezi bulunur.

---

<sup>16</sup> Uğuz, M: "Menkul Kıymet Seçimi ve Yatırım Yönetimi"  
İstanbul, 1990, ss. 331

### 1.5. Futures İşlemlerinin Opsiyonlarla Karşılaştırılması<sup>17</sup>

1. Futures kontratının sahibi sonsuz kar ve zarar ihtimaliyle karşı karşıyadır; oysa opsiyonu satın alan kişi limitli bir riske, sonsuz kazanma imkanına opsiyonu satan kişi ise limitsiz zarar, limitli kar imkanına sahiptir.
2. Futures işlemlerinde marjinler iyi niyet depozitosu mahiyetindedir ve sözleşmenin başlatılmasında iki taraf arasında bir nakit akımı sözkonusu değildir.

Yatırımcının futures ve opsiyon sözleşmeleriyle ilgili tercihleri aşağıdaki şekilde değişebilir.

- a) Fiyatlarda meydana gelecek değişiklikler kesinlikle biliniyorsa futures sözleşmesi almak veya satmak tercih edilir.
- b) Fiyatların artacağına dair çok kuvvetli belirtiler varsa, ancak küçük bir ihtimal de olsa ciddi bir düşüşten korkuluyorsa en iyi strateji bir alış opsiyonu almak olabilir.
- c) Fiyatlarda büyük bir değişiklik bekleniyor, ancak ne yönde olduğu tahmin edilemiyorsa hem alış, hem de satış opsiyonunu bir arada satın alıp fiyat oynamalarından yararlanılabilir (volatility trading)
- d) Fiyatların değişmeyeceğinden emin olunursa, en iyi strateji opsiyon satmak olacaktır.

### 1.6. Futures ve Opsiyon Piyasalarının Kategorilere Göre İncelenişi

ABD piyasalarında 1983 yılında futures ve opsiyon işlemlerinin yüzde 37.70'ini finansal kontratlar, yüzde 62.30'unu ise emtia grupları oluşturmaktaydı. Oysa 1987'lere gelindiğinde yüzde 62.80 ile finansal kontratlar emtia gruplarının önüne geçmiştir. Bu değişikliğin temelinde piyasalarda giderek artan finansal risk ve bu

---

<sup>17</sup> Fink and Feduniak, a.g.e. ss. 630-631

riskten korunma çabaları yatmaktadır. 1970'lerde sabit kur sisteminden dalgalı kur sistemine geçiş ve ABD ekonomisindeki belirsizlikler bu gidişte etkili olmuştur.

İşlem hacmilerinin 1987 yılı itibariyle kategorilere göre dağılımı aşağıdadır:<sup>18</sup>

	Kategori	Kontrat	Yüzde
Futures İşlemleri	Faiz Oranı	97.506.007	%42.60
	Tarımsal Ürün	43.366.454	%18.95
	Hisse Senedi Endeksleri	25.545.819	%11.16
	Enerji	20.952.358	%9.15
	Yabancı Para	20.537.034	%8.97
	Değerli Madenler	17.817.380	%7.78
	Diğer Madenler	2.577.704	%1.13
	Diğer	573.923	%0.25
	Toplam	228.876.684	%100
Opsiyon İşlemleri	Faiz Oranı	25.842.477	%55.95
	Yabancı Para	7.047.575	%15.26
	Tarımsal Ürün	4.309.280	%9.33
	Değerli Madenler	3.008.214	%6.51
	Hisse Senedi Endeksleri	2.098.464	%4.54
	Petrol Ürünleri	3.260.642	%7.06
	Diğer Madenler	612.850	%1.33
	Diğer	6.483	%0.01
Toplam	46.185.985	%100	

<sup>18</sup> Walmsley, J. a.g.e., ss.155

## **2. FUTURES ve OPSİYON İŞLEMLERİNİN HUKUK KARSISINDAKİ DURUMU VE TÜRKİYE'DEKİ MEVCUT İŞLEMLER**

### **2.1. Opsiyon ve Futures İşlemlerinin Hukuk Karşısındaki Durumu ve Türkiye'deki Mevcut İşlemler**

Türk mevzuatında futures ve opsiyon işlemleri ile ilgili özel bir düzenleme mevcut değildir. Ancak 13/5/1992 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22. Madde, J bendinde mal ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi ile bu sözleşmelerin işlem göreceği borsalarda çalışan kurumların kuruluş, faaliyet ve ilkelerini denetleme ve düzenleme yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu'na verilmiştir. Bu oldukça geniş bir yetkiyi içermektedir. Bunun yanında Türkiye'de mevcut mal borsalarının kendi kanunları vardır ve bu kanun Sanayi Bakanlığı'na bu borsalar üzerinde yetki tanımaktadır. Bu durumda futures işlemleri ve opsiyonlar bugün uygulanacak olsa ortada bir hukuki kargaşa olması sözkonusudur. Ön çalışmalar tamamlanıp ilgili mevzuat açıklandığında hukuksal düzenlemelerin yapılacağı ve sözkonusu işlemlerin kanunlar karşısındaki yerinin belirleneceği beklenmektedir.

Şu anda Türk mevzuatında futures ve opsiyonlar ile ilgili özel bir düzenleme olmamakla birlikte 32 Sayılı Karar çerçevesinde sözkonusu işlemlerin yapılmasında bir sakınca bulunmamaktadır. Mevcut sistemde bankalarda futures işlemleri, futures kontratlarının yurtdışı borsalardan alınıp Türkiye'de müşterilere satılması veya banka portföyünde tutulması şeklinde gerçekleştirilmektedir. Yıllardır kapalıçarşıda informal bir şekilde gelişen işlemler yavaş yavaş bankalarda da yaygınlaşmaktadır. Bankaların döviz alım satımlarında ödemek zorunda oldukları binde bir oranındaki kambiyo gider vergisi, bankaları döviz pozisyonlarını futures kontratları yoluyla tutmaya itmiştir. Böylelikle kambiyo gider vergisi kontratın fiyatı (komisyon) üzerinden ödenmekte, bu tutar da kontratın toplam değeri yanında çok küçük kaldığından tercih edilmektedir. Özellikle gün içi pozisyon açıp kapayan bankalar için bu yöntem büyük bir vergi avantajı sağlamaktadır. Müşterilere futures kontratı satılması bankalardan önce borsa aracı kurumlarında yaygınlaşmış ancak daha sonra aracı kurumların bu konuda faaliyet göstermesi yasaklanmıştır. Bugün sırf bu konuda çalışan bazı küçük Şirketler mevcuttur.

Opsiyon işlemleri ise şirketlerin döviz işlemlerindeki risklerini "hedge" etmek amacıyla bankalar aracılığıyla dış piyasalardan opsiyon alınıp satılması yoluyla gerçekleşmektedir. Ancak Türkiye'de opsiyon yazan bir banka mevcut değildir. Gerek opsiyon gerekse futures işlemlerinin organize olarak alınıp satıldıkları bir borsa ve ilgili düzenlemeler henüz oluşmamıştır.

Futures piyasalarının Türkiye'de kuruluşu ile birlikte uygulanacak kurumsal düzenlemelere ilişkin öneriler beşinci bölümde açıklanmıştır.



### **3. OPSİYONLARIN TÜRKİYE'DE UYGULANABİLİRLİĞİ**

Uzunca bir süreden beri mevcut olmakla birlikte, organize olmaması nedeniyle bir yatırım aracı olarak pek dikkate alınmayan opsiyon anlaşmaları, 1970'lerin başlarında A.B.D.'nde yaygın bir şekilde kullanılmaya başlanmış ve 1980'lerden itibaren dünyanın önemli sermaye piyasalarında temel yatırım araçlarından birisi haline gelmiştir. Chicago Opsiyon Borsası her ne kadar emtia borsası ile bağlantı içindeyse de ağırlıklı olarak menkul kıymet opsiyonları ile uğraşmaktadır. Bunun bir nedeni sermaye piyasalarındaki ihtiyaç, diğer nedeni ise temel mallarda uygulanan koruma politikaları ve diğer hükümet düzenlemeleridir.

Opsiyonlar, sermaye piyasasının gelecekteki yönü hakkındaki genel kanaatin bir göstergesidir. Bu bakımdan opsiyonlar, sermaye piyasasının bir çeşit barometresi olarak bilinir. Yatırımcıların genel olarak sermaye piyasası ve özel olarak menkul kıymetlerin yakın gelecekteki performansları hakkındaki kanaatlerini yansıtmaları bakımından da opsiyonlar, piyasanın düzenli bir şekilde işlemesi ve beklenmedik paniklerden kaynaklanan aşırı dalgalanmalardan korunmasında önemli bir işlevi yerine getirir. Opsiyonların diğer bir işlevi ise "Sermaye Piyasası Yatırım Sigortası" fonksiyonunu görmesidir.<sup>19</sup> Tıpkı sigorta priminde olduğu gibi opsiyon primi adı altında belli bir bedel karşılığında bir menkul kıymet veya yatırım portföyünün değerinin belli bir seviyeden daha aşağı olmaması böylelikle garanti edilmiş olur.

Öte yandan spekülasyon amaçlarıyla kullanılma imkanı nedeniyle yeterli kanuni düzenlemenin bulunmadığı henüz oturmamış piyasalarda opsiyonlar fiyatlarda aşırı dalgalanmalara ve opsiyon yükümlüsünün yükümlülüğünü yerine getirmemesi durumunda ise piyasada büyük krizlere ve skandallara neden olabilir. Opsiyon ticaretinin resmileşmeden önce de tahıl ürünleri üzerinde yoğun olarak yapıldığı Chicago bu tarz skandallara sahne olmuştur. 1933 yılında buğday fiyatlarındaki ani düşme sonucunda çok büyük miktarda buğday stoğunun üzerinde oturan piyasanın büyük spekülasyonlarından "E.A. Crawford and Co." yükümlülüklerini yerine getiremeyecek hale gelmiş ve fiyatlarda dramatik bir düşüşe neden olmakla suçlanmıştır. Bunun üzerine ABD'de opsiyon alışverişi bir süre yasaklanmıştır. Aynı şekilde 1971 yılında açığa opsiyon satan "Goldstein, Samuelsen Inc." fiyatlardaki yükseliş sonrasında müşterilerini 30 milyon dolarlık bir zararla ortada

---

<sup>19</sup> Uğuz, M (1990) a.g.e. ss. 321

bırakıp batmıştır. ABD'de opsiyonların yasaklanması sonrasında Londra'dan getirilen çoğu aşırı fiyatlı, hatta bir kısmı reel bir mala dayanmayan opsiyonlar da birçok yatırımcının zarar etmesine neden olmuştur.<sup>20</sup>

Türkiye'de hem yatırımcıları opsiyonların avantajlarından yararlandırmak, hem de kötüye kullanımı engellemek için opsiyonların sadece çok iyi kanuni düzenlemeye sahip futures piyasalarında, futures kontratları üzerinde uygulanması doğru olacaktır. Şu anda hem mal hem de sermaye piyasalarında opsiyon kullanımı için gerekli koşullar bulunmadığından öncelikle futures piyasalarının oluşturulması, belirli bir olgunluğa eriştirilmesi, daha sonra bu konuda çalışmaların başlatılması doğru olacaktır. Bu yüzden bu çalışmada ağırlıklı olarak Türkiye'de "futures" piyasalarının oluşturulması üzerinde durulacaktır.

---

<sup>20</sup> Walmsley, J, a.g.e. ss.150-160

## **4. FUTURES İŞLEMLERİNİN TÜRKİYE'DE UYGULANABİLİRLİĞİ**

### **4.1. Futures Piyasalarının Yararları**

Futures sözleşmelerinin alınıp satıldığı borsaların ekonomik birimlere sağladığı yararlar aşağıdaki gibi özetlenebilir:<sup>21</sup>

- i) Bu piyasalarda, çok geniş katılımcıların beklentilerine göre ortaya çıkan kolektif bir fiyat belirleme mekanizması söz konusu olmaktadır. Gelecek dönem fiyatları hakkında kolektif beklentiler ise üreticilere üretim ve satış kararlarını vermede yardımcı olacaktır.
- ii) Aynı şekilde söz konusu ürünleri üretim sürecinde işleyen ve bunları nihai mal üretiminde girdi olarak kullanan tüketiciler, bu piyasada belirlenen fiyat sinyallerini kullanarak maliyet hesaplarını yapabilecek ve satış bağlantılarını ve fiyatlarını kararlaştırabilecektir.

Futures piyasalarının fiyat öngörüsü hakkında sağladığı olanak ile burada işlem gören malların kullanıcıları talep ve fiyatların dalgalanmasına göre üretim planlamasında daha esnek hareket edebileceklerdir. Bu işlemlerin gerçekçi bir şekilde yapılması kar marjlarına da istikrar kazandırabilecektir. Diğer yandan daha optimal bir stoklama politikası uygulamak da olanak dahilinde girebilecektir.

- iii) Futures sözleşmeleri borsalarının işlerliği üretici mal ve kullanıcılarının riskten korunmalarına daha doğru bir deyimle riski aktarmalarına olanak sağlayacaktır.

Ancak burada vurgulanması gereken bir husus, spot piyasaların etkin biçimde ve rekabetçi koşullarda işlediği sistemlerde geleceğe yönelik işlemler piyasalarının, bilgi sağlamada, riskten korunma olanakları sunmada ve piyasa mekanizmasını daha iyi hale getirmede önemli bir rol oynayabileceğidir. Aksi durumda ve özellikle bölünmüş bir yapısı olan ve manipülasyona elverişli olan spot piyasaların varlığı halinde, futures piyasaları sorunlar yaratabilecek ve hatta spot

<sup>21</sup> Gazanfer, S.; Özmeriç, H: "Pamukta Futures Market Konusu ve Türkiye için Yararlanma İmkânları", Ege İhracatçı Birlikleri Yayını, 1989, ss.12

piyasalarda da istikrarın bozulmasına yol açabilecektir. Bu piyasaların nakit piyasalarda yapabileceği herhangi bir istikrarsızlık yaratıcı etki, spot piyasalarda borçlanan ve borç verenleri zarara uğratacak ve piyasanın etkinliğini azaltacaktır.

- iv) "Futures kontratları" karşılığında alınan depozitolar ve hergün tahsil/tediye fiyat farkı tutarları sebebiyle herhangi bir kontratın kayıp veya kazancının yerine getirilememesi diye bir sorun bulunmamaktadır.

## 4.2. Futures İşlemlerine Konu Olacak Malların Belirlenmesi

### 4.2.1. Sürekli Desteklemeye Tabi Mallar

Açıktır ki, ülkemizde üretilen ve Ticaret Borsalarında işlem gören tüm mal grupları futures işlemlerine konu olabilir. Ancak uygulamaya belirli bir mal grubuyla başlamak başarı şansını arttırabilir. Daha sonra uygulamadan edinilen tecrübenin ışığında tedrici olarak mal çeşitlendirmesine gidilebilir.

Futures işlemlerine konu olabilecek mal belirlenmesinde temel ilke olarak "**sürekli desteklemeye tabi olma**" belirlenmiştir.<sup>22</sup>

Bu seçimin nedeni destekleme politikası ile futures piyasalarının, bir anlamda, birbirlerini ikame edici nitelikleridir. Devlet, bugüne kadar piyasa mekanizmasının işlevini yerine getirememesi nedeniyle belirli mallarda piyasaya müdahale ederek istikrarsızlığı önlemeye çalışmış ve bunda önemli ölçüde başarılı olmuştur. Şimdi futures piyasaları ile öncelikle sürekli desteklemeye tabi mallarda üretici ve tüketicilere risklerini aktarabilecekleri yeni bir mekanizma sunulmuş olmaktadır.

Edinilen bilgilere göre her yıl açık ya da örtük taban fiyat açıklanan 6 adet mal grubu mevcuttur. Bunlar;

- a. Buğday,
- b. Arpa,
- c. Pamuk,

<sup>22</sup> Sak, G; Çolakoğlu, S; Tekince, A: "Futures Piyasalarına konu olabilecek Mal Gruplarının ve ilgili Borsanın Belirlenmesi Üzerine Öneriler", Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara, 1989, ss. 2

- d. Yağlı Tohumlar (Ayçiçeği, soya v.s.)
- e. Tütün,
- f. Şekerpancarı'dır.

#### 4.2.2. Rekabetçi Piyasa Yapısı

Belirlenen ikinci ilke seçilecek mal gruplarında piyasanın arz ve talep taraflarında çok sayıda alıcı ve satıcının bulunmasıdır. Böylece rekabetçi bir piyasa yapısına imkan tanıyacak mallar ayrıştırılmaktadır.<sup>23</sup>

Bu çerçevede,

- a. Şekerpancarı liste dışına çıkartılabilir. Şekerpancarı piyasasında devlet tek alıcı durumundadır. Bu yapı ise futures piyasalarının işleyişine olumsuz etkide bulunabilir.
- b. Tartışılması gereken ikinci husus tütün piyasasının yapısıdır. Tütünde ülke içi tüketim için tek alıcı yine devlettir. Tüccar piyasaya ihracat amacıyla girmektedir. Dolayısıyla ülke içinde hem üretici, hem de tüketicilerin futures piyasalardan faydalanması borsada sözkonusu olmayabilir. Tütünün listede kalması halinde yalnızca bir tüccar piyasası oluşacaktır. Tüccar stoklama politikalarında futures piyasalarından yararlanabilecektir. Anılan rezervlere karşın tütün de listeden çıkartılabilir.

#### 4.2.3. Borsa Geleneği

Bir diğer ilke, seçilecek piyasada bir borsa geleneğinin olması gereğidir.<sup>24</sup> Bu ilke piyasaya katılımı sağlayabilmek açısından önemli görülmektedir. Ürünün tarladan işleneceği tesise aktarılmasında borsa kanalının kullanılıyor olması o mal piyasasında kollektif fiyat belirleme mekanizmasına ilişkin bir bilgi ve bilinç birikiminin karnesi olarak düşünülmektedir. Bu bilgi birikimine sahip bireylerin futures piyasalarının işleminde olumlu bir rol oynayacaklarına inanılmaktadır.

<sup>23</sup> Sak, G; Çolakoğlu, S; Tekince, A; a.g.e. ss 3

<sup>24</sup> Sak, G; Çolakoğlu, S; Tekince, A; a.g.e. ss 4

#### 4.2.4. Tüketicilerin Kimliği

Seçilecek mal grubunda piyasaya katılımın bir başka belirleyeni tüketici kesimin planlı bir biçimde davranması olabilir. Eğer tarımsal ürünü kullanacak kesim yerleşmiş bir sanayi kesimi ise futures piyasaları ile gerekli mal bağlantılarına önceden girmek, belirli bir fiyattan önceden sözleşme imzalamak mümkün olabilecektir. Açıktır ki, bu çerçevede tekstil sektörünün hammaddelerinden olan pamuk'un seçimi anlamlı olacaktır.

Tekstil üreticilerinin yıl içinde sürekli bir mal arzının sağlanamamasından ve fiyat dalgalanmalarından şikayetçi oldukları da bilinmektedir. Futures piyasaları ile birlikte tekstil piyasaları da daha istikrarlı bir yapıya kavuşabilecektir.

#### 4.2.5. Spot Piyasaların Etkinliği

Dikkate alınması gereken bir başka nokta, spot piyasaların etkin faaliyet gösteriyor olmasıdır.<sup>25</sup> Eğer mevcut borsalar etkin çalışıyor ve fiyat oluşumu kolektif bir biçimde gerçekleştiriliyorsa futures piyasaları ile haksız kazanç ihtimali mevcut olmayacaktır. Ancak borsalar manipüle edilebilecek nitelikteyse o takdirde sorun doğabilecektir.

Bu çerçevede, temel ilkeleri,

- a. desteklemeye tabi mallardan seçimin gereği,
- b. rekabetçi bir piyasa yapısının varlığı,
- c. Borsanın malın iç ticaretinde merkezi bir rolü olması gereği,
- d. planlı bir tüketici piyasasının varlığı,
- e. mevcut borsaların etkin faaliyeti ve hakça fiyat oluşumunun varlığı olarak tanımlamak mümkündür. Ticaret borsaları bir sonraki bölümde tartışılacağından (c) ve (e) şıkları bir kenara bırakılırsa, yukarıda verilen mal setini,

- a. Buğday,
- b. Arpa,
- c. Pamuk,

<sup>25</sup> Sak, G; Çolakoğlu, S; Tekince A, a.g.e. ss.5

d. Yağlı Tohumlar,

olarak sınırlamak mümkündür. Özellikle tekstil sektörü gibi yerleşmiş bir tüketici kitlesine sahip pamuk (d) kriterine göre öne çıkmaktadır.

#### 4.2.6. Ticaret Borsaları ve İç Ticaretteki Önemi

Ticaret Borsaları ülkemizde 5590 sayılı Yasa uyarınca, borsada kapsanan maddelerin alım, satım ve fiyatlarının saptanması ve duyurulması amacıyla kurulmaktadır. Alım satımlarda, borsa tescili zorunlu tutulmaktadır. Bugün ülkemizde 69 adet ticaret borsası faaliyet göstermektedir.

Bir önceki bölümde de ifade edildiği gibi ticaret borsaları anılan tarım ürünlerindeki spot piyasaları oluşturmaktadırlar. Bu nedenle daha önce değinildiği gibi futures piyasalarında seçilecek tarım ürününde bir borsa geleneğinin olması önemli bir husustur.

Buna göre borsa geleneğinin en çok yerleştiği ürün pamuk olmaktadır. Şimdiye kadar ele alınan ölçütlere uyduğu düşünülerek, çalışmanın bundan sonraki bölümünde pamuk esas alınacaktır. Diğer ürünlerle ilgili veriler ekte sunulmuştur.

Futures marketin yukarıda belirtilen fonksiyonları yerine getirebilmesi ve başarılı olması için gerekli şartlar ışığında bugün için ülkemizde pamuk emtiasının en uygun tarımsal ürün konumunda bulunduğunu dile getiren İzmir'deki meslek kuruluşları temsilcileri, hazırladıkları raporda şu görüşlere yer veriyorlar.<sup>26</sup>

Pamuk miktar ve değer açısından yeterli genişliğe sahiptir. Geleneksel ticari faaliyetlere konu olduğu için gerek tüccar gerekse spekülâtörün ilgisini çekebilecektir. Pamukla ilgili çevrelerde ticari kişilik ve eğilim oldukça gelişmiş ve yaygındır. Standardizasyon tatbikatı, kontrata baz kalite oluşturabilme imkanı bulunmaktadır. Kalite muharaza kolaylığı, depolama kolaylığı bulunmaktadır. Pamuk futures marketi kurulduğunda tekstil sektörü uzun vadeli mal stoklama ve bunun getirdiği depolama ve finansman sorunlarından oldukça kurtulacaktır. Gerek pamuklu mamuller, gerekse ham pamuk olarak uzun vadeli ihracat bağlantıları yapılabilecektir. Üreticilere uzun vadeli pamuk satış bağlantılarına girebilme imkanları getirebilecektir. Özellikle GAP'ın tümüyle devreye gireceği ve

<sup>26</sup> Zeybek, S; "Pamukta Yeni Sistem: Futures Market", Dünya Gazetesi, 31.7.91, İzmir, ss.12

pamuk üretiminin büyük boyutlara ulaşacağı önümüzdeki yıllarda "futures market" in yaratacağı imkanlarla üretim fazlasının ham veya mamül olarak ihracatta pazarlanmasında büyük kolaylıklar sağlanabilecektir.

Türkiye'nin en eski ve en büyük spot pamuk pazarına sahne olan İzmir'de her sene 300.000 ton civarında pamuk alınıp satılmaktadır. İzmir ticaret borsasındaki işlem hacminin %50'sini pamuk teşkil etmektedir. Önde gelen tekstil ve pamuk ihracatçılarından olan Türkiye'de 1990/91 mevsiminde 654.000 tonluk pamuk üretilmiştir.

Pamuk üretiminde 1984 yılında başlayan düşme 1987'deki marjinal artışa rağmen devam etmektedir. Ancak verim 1984'e göre oldukça önemli oranda artmıştır. Pamukta Çukurova pamuğu, Ege pamuğu, ithal pamuk gibi çeşitli ayrımlara gidilmektedir. Bunlar içinde en önemli olanları Çukurova ve Ege pamuğudur. 1987'de toplam pamuk üretimi 537.000 ton olmuştur. Pamukta arazisi 250 dekaradan büyük olup, büyük işletme sayılan 1.909 işletme bulunurken arazisi 0-999 dekar arası olan ve küçük işletme sayılan 187.549 işletme bulunmaktadır. Nüfusu ve 5.000'den az olan yerlerde 165.493 pamuk işletmesi bulunurken, nüfusu 5.000'den çok olan yerlerde 22.056 pamuk işletmesi bulunmaktadır.

Pamukta 1987 yılı itibariyle toplam üretimin %87'si Borsalar üzerinden geçmiştir. En yüksek işlem hacmini gerçekleştiren İzmir, Adana, Manisa, Söke Borsaları, Borsalarda oluşan tüm pamuk işlem miktarının %58'ini kapsamıştır. Seçtiğimiz bu Borsalarda 1987 yılında Çukurova pamuğu sadece Adana Borsasında işlem görmüş ve 66.160 tonluk işlem miktarına erişmiştir.

### 4.3. Tarımsal Ürün Piyasalarının Özellikleri<sup>27</sup>

Tarımsal ürün piyasalarında arz ve talebin esnek olmamasından kaynaklanan fiyat ve gelir istikrarsızlığı bu piyasaların temel özelliğini oluşturmaktadır. Fiyat istikrarsızlığı ve bu nedenle karşılaşılan gelir istikrarsızlığı gerek üretici ve gerekse tüketicilerin toplumsal refahını ve karar alma süreçlerini olumsuz bir biçimde etkilemektedir.

<sup>27</sup> Sak, G: "Futures Piyasaları ve Bunların Türkiye'de Olabilirliğine İlişkin Değerlendirme ve Öneriler", Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara", 1989, ss 6



Fiyat istikrarsızlığı, tarımsal ürün piyasalarının arz ve talep yönlü özelliklerinden kaynaklanmaktadır. Arz yönlü özelliklere bakıldığında öncelikle üretimin doğal süreçlere bağımlı bulunması (ürünün belli bir sürede yetiştirilebilmesi, iklim koşullarının etkisi v.d.) fiyatlarda mevsimlik dalgalanmalara neden olmaktadır. Üretim biyolojik süreç nedeniyle kesikli olarak ve doğal koşullara bağlı bir biçimde gerçekleştirilen, talebin sürekliliği probleme neden olmaktadır. Bunların yanısıra girdi fiyatlarındaki dalgalanmalar ve üreticilerin fiyat beklentileri de üretimde dalgalanmalara neden olabilmektedir.

Talep yönlü özellikler olarak tüketicilerin gelirlerindeki gelişmeler, diğer ürünlerin fiyatlarındaki dalgalanmalar fiyat istikrarsızlığına katkıda bulunabilmektedirler.

Bu çerçevede tarımsal ürün piyasalarına bakıldığında hasat zamanı, ürün piyasaya geldiğinde fiyatlarda düşme, daha sonra ise yeni ürün alınana dek geçen sürede fiyatlarda yükselme gözlemek olanaklıdır. Sürekli olarak stoklanabilen ürünlerde bu fiyat dalgalanmalarını bir ölçüde gidermek mümkün olabilmekte, ancak sürekli olarak stoklanamayan mallarda sorun bu vasıta ile da çözülememektedir.

Tarımsal ürün piyasalarında karar alıcı birimler olarak üreticileri, tüccarı ve tüketicileri ayırdedebilmek mümkündür. Şimdilik devlet müdahalesi ele alınmadığından, devlet bu karar alıcı birimlere dahil edilmemiştir.

Burada üreticiler, yatırım kararlarını vermektedirler. Ancak gelirlerindeki istikrarsızlık bunların yatırım kararlarını da olumsuz bir biçimde etkileyecektir. Fiyatlardaki istikrarsızlık nedeniyle bir sonraki dönem için kaynakların dağıtımında yeterli bilgiye sahip olmayacaklardır. Bir sonraki dönem için karar verirken, burada üretici açısından önemli olan bir sonraki dönemde fiyatların ne olacağıdır. Ancak futures piyasaları olmadığı için bir sonraki dönem fiyatları hakkında kollektif bilgiler mevcut değildir. Üretici bu konuda kararını verirken yalnızca kendi olası arzını ve kendi beklentilerini değerlendirecektir. Bilgi iletimindeki bu problem nedeniyle istikrarsızlık sistemde yeniden yaratılabilmekte, sisteme içkin olmaktadır.

Tüketiciler olarak, genellikle, tarımsal ürünleri girdi olarak kullanan işletmeler düşünülmektedir. Tüketicilerin gelecekteki fiyatların seyri hakkında bugünden bilgi sahibi olmaları, doğrudan bunların kendi maliyet hesaplarını ve yatırım kararlarını etkileyecektir.

Tüccarı, stoklanabilir mallarda stok yaparak, bu dönemdeki malları, ileriki dönemlere aktaran birim olarak değerlendirirsek ve stoklamanın belli bir maliyeti olduğunu dikkate alırsak, gelecekteki fiyatların belirlenmesi ile ilgili bir mekanizma olmadığı takdirde optimal stoklamanın gerçekleştirilmesi güçleşmektedir. Bu tür piyasaların olması halinde stoklama maliyeti ve spot fiyatı gelecekte beklenen fiyat eşitliğinde daha fazla stoklama yapmayarak, belirli bir politika izlemek imkan dahilinde girecektir.

Sonuç olarak futures piyasalarının olmadığı bir ekonomide fiyat dalgalanmaları daha fazla olmakta ve bu da karar alma süreçlerini olumsuz bir biçimde etkilemektedir. Stoklama bir ölçüde bu istikrarsızlığı azaltsa bile, optimal bir stoklama politikasının izlenmesi de aynı nedenle problemlidir.

#### 4.4. Devlet Müdahalesi

Futures piyasalarının olmadığı bir ortamda, fiyat istikrarı için devlet müdahalesi çeşitli ülkelerde izlenen bir politikadır. Devlet müdahalesi denildiğinde izlenen politika ise, devletin ürününün bol olduğu dönemlerde piyasadan alım yaparak stoklaması ve bunu ürünün az olduğu dönemlerde satmasıdır. Bu yöntemle fiyat dalgalanmalarının boyutları azaltılabilmektedir. Destekleme alımlarıyla, devlet ürünün zamanlar arası aktarımını üstlenmekte ve üreticinin ürününü belirli bir minimum fiyatın altında satmamasını garanti etmektedir.

Her ne kadar literatürde futures piyasalarının toplumsal refah açısından tarımsal destekleme politikalarına tercih edilmesi gerektiğine ilişkin açık bir tanımlama yoksa da, futures piyasalarının maliyet açısından daha tercih edilebilir olduğu ifade edilmektedir.<sup>28</sup> Açık ki, doğrudan devlet müdahalesi yerine piyasa mekanizması dahilinde bir çözüm bulunmuş olmaktadır.

Çözüm piyasa mekanizması dahilinde bulunduğu öncelikle karar alıcı birimler istedikleri oranda risk aktarmakta serbest kalacaklardır. Destekleme politikaları ile üreticinin fiyat ve gelir dalgalanmaları ortadan kaldırılmaktaydı. Ancak bu üreticinin ürettiğinin tamamı için geçerli olmaktadır. Üretici, malının tamamını belirli bir minimum fiyattan ya da bunun üstünde satabiliyordu. Futures piyasaları ile birlikte üreticinin geliri değil, yalnızca malın fiyatı istikrara kavuşacaktır. Gelir

<sup>28</sup> Sak, G, a.g.e., ss.8-9

istikrarsızlığı probleminin çözümü, malın üretim hacmi değişmediği takdirde, üreticinin kendi davranışına bağlı kalacaktır. Üretici ürünün tamamını değil, istediği takdirde yalnızca belli bir bölümünü futures piyasalarında satabilecek, kalanı için kendini garanti altına almayabilecektir. Bu yolla futures piyasaları üreticilere manevra kabiliyeti sağlayacak, onların hareket alanını genişletecektir.

Yukarıda değinilen nedenden ötürü futures piyasaları tarımsal üretimin piyasa koşullarına esnekliğini artırabilecektir. Belli mallarda destekleme sürekli olmaktadır. Futures piyasaları ile tarım piyasaları bu açıdan daha esnek hale geleceklerdir.

Ancak her iki sistemin birlikte yürütüldüğü de görülmektedir.<sup>29</sup> Buna göre destekleme alımı ile futures piyasaları farklı sigorta sistemleridir. Destekleme alımları ile üretilenin tamamı sigorta edilmiş olurken, futures piyasalarında üretici bu kez istediği oranda sigorta satın alabilmek imkanına kavuşmaktadır.

Amerika'da da bugün üretici desteklenmektedir. Ancak bu destek sadece finansman açısından; fiyata bir müdahale sözkonusu değildir.<sup>30</sup> Üretici paraya ihtiyacı olduğu zaman çok cüzi faizle malını devlet deposuna teslim ederek malın yüzde 60-70 bedelini almaktadır. Ancak devlet o malın hiçbir zaman sahibi değildir. Devletten aldığı para ile üretim için gerekli tüm masraflarını karşıladığı için üretici malını istediği zaman değerlendirmektedir.

Ülkemizde IMKB'nin devreye girerek başarı sağlaması, futures market konusuna daha sıcak bakılmasını sağlamıştır. Ülkemizde artık spekülasyonun olabirliği kabul edilmiştir. Futures marketin çalışabilmesi için de yüzde 60 spekülör iştiraki gereklidir. Futures markete spekülör olarak giren kişi pamukla ilgili olarak tüm olasılıkları gözönüne alarak, hesabını yaparak riske girer. Eğer burada siyasi otoritenin fiyatlara bir müdahalesi olursa spekülör pozisyon alamaz. Çünkü politik riskin ucu bucağı yoktur. Futures market felsefesi kooperatife karşı değildir. Fakat kooperatife devletin ayrıcalık yapması sistemi etkiler.<sup>31</sup>

<sup>29</sup> Sak, G, a.g.e. ss 8-9

<sup>30</sup> Fink, E.R., Feduniak, R, B, a.g.e. ss 539-545

<sup>31</sup> Zeybek, S, a.g.m. ss.12

Hükümet politikalarının pamukta serbest piyasa şartlarıyla oluşacak fiyat hareketlerine doğrudan etkisi olduğundan, ihracat veya ithalatta kısıtlama, yasaklama, fon koyma gibi tedbirlere başvurulmaması, fiyat oluşumunu etkileyecek tedbirlerin kaçınılmaz olması halinde, bunun en uzun futures kontrat süresinden sonra yürürlüğe girecek şekilde önceden açıklanmasının gerektiği konusunda mutabakata varılması önemlidir. Tarım satış kooperatiflerinin pamuk alım ve satış politikalarını serbest piyasa mekanizmasının işleyişini zedelemeyecek tarzda sürdürmeleri, sistemin sağlıklı işlemesi ve yerleşmesi için gereklidir.

#### 4.5. Futures Piyasalarında Kurumsal Düzenlemeler

Futures işlemlerinde üç tür düzenlemeden söz edilebilir:<sup>32</sup>

- i. Borsa tarafından kendi üyeleri yararına yapılan düzenlemeler,
- ii. Borsa ve aracı kuruluşların oluşturdukları birlikler tarafından yapılan piyasaya yönelik düzenlemeler,
- iii. Kamu otoritelerince yapılan kamu yararını koruyucu düzenlemeler.

Bunlardan ilk ikisi öz-düzenleme, üçüncüsü ise yasal düzenleme olarak nitelendirilmektedir. Öz düzenlemenin temel avantajları daha ucuz, hızlı ve etkin olmasıdır. Kamu otoritesinin gerekliliği ise borsalar veya genel olarak piyasa ile en geniş çerçevede halk arasında bir çıkar çatışması potansiyeli olduğu zaman ortaya çıkmaktadır.

##### 4.5.1. ABD'deki Sistem<sup>33</sup>

Piyasada, esnek koşullar taşıyan gelecek sözleşmelerinin gelişimiyle birlikte, piyasanın ve işleyiş sürecinin düzenlenmesi ihtiyacı ortaya çıkmış, 1922 tarihli Mal Borsası Yasası (Commodity Exchange Act) getirilmiştir. Piyasa geliştikçe ve karmaşık bir yapıya ulaştıkça, mevcut düzenlemelerde yenilikler yapma gereği doğmuş ve Yasada 1974 yılında bazı değişiklikler yapılmıştır.

<sup>32</sup> Demirçelik, A; Soydemir, S;

"Geleceğe Yönelik İşlemler Piyasaları", Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara, 1989, ss. 20-25

<sup>33</sup> Demirçelik, A; Soydemir, S, a.g.e. ss. 20-25

ABD'de geleceğe yönelik işlemleri düzenleme konusunda temel yetkili organ olan Mallara Dayalı Gelecek İşlemleri Komisyonu (Commodity Futures Trading Commission-CTFC) resmi bir düzenleyici kuruluş olup Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'nun (SEC) menkul kıymetlere ilişkin yetkilerine benzer yetki ve sorumlulukları vardır. SEC'e gelecek ve menkul kıymetler arasındaki farklılık nedeniyle, mala dayalı gelecek işlemleri üzerinde denetim verilmemiştir.

Mali araçlara dayalı gelecek işlemlerinin başlaması, özellikle hisse senedi piyasası göstergelerine ve menkul kıymetlere dayalı gelecek sözleşmeleri alım satımının ortaya çıkması, CFTC ve SEC'nin yetki ve sorumluluklarının sınırları konusunda belirsizlik yaratmıştır. Bu karışıklık 1982 tarihli "Futures Trading Act" ile çözülmüştür. Buna göre, menkul kıymetlere veya menkul kıymet endekslerine dayalı gelecekler dahil gelecek sözleşmeleri üzerindeki opsiyonlar konusunda CTFC yetkilidir. Menkul kıymetlere dayalı opsiyonlar üzerinde de SEC'in yetkisi vardır.

CFTC yetkilerini Mal Borsası Yasası hükümlerinin uygulanmasını sağlamak, yatırımcıları korumak ve piyasanın istikrarını sağlamak için kullanmaktadır. CTFC'nin yetkileri;

- i. Mal borsaları (sözleşme piyasaları),
- ii. Gelecek işlemlerini yürüten elemanlar, düzeyinde kullanılmaktadır.

Hiçbir borsa CTFC onayını almaksızın gelecek sözleşmelerinin alım satımını yapamamaktadır. Borsa CTFC'nin getirdiği yükümlülüklerle de uymak zorundadır. Komisyon borsa kuralları üzerinde nihai yetkiye sahiptir ve gerekli gördüğünde bunları değiştirebilmektedir. Yasayı ve düzenlemelerini ihlal eden borsaların lisansını askıya alabilmekte veya kaldırebilmektedir. Ayrıca gerekli gördüğünde belirli bir mal ve sözleşmede alım satım işlemi durdurabilmekte, pozisyon emirlerinin değiştirilmesini isteyebilmekte veya limitlerini koyabilmektedir. Kısaca borsalarda alım satım kuralları Komisyon tarafından düzenlenmektedir.

Bununla beraber, genel olarak Komisyon borsaları kendi kendilerini düzenlemeleri yönünde serbest bırakmaktadır. Böylece, Komisyon'un yol göstericiliği altında

piyasalar, kural ve düzenlemeleri uygun gördükleri gibi uygulamak ve değiştirmek yetkisine sahiptirler. Olağanüstü durumlar dışında, piyasalar teminat yükümlülükleri, pozisyon sınırları, kamuyu aydınlatma kurallarının uygulanması, ilan reklam sınırları ve arbitraj prosedürü gibi faaliyetleri kontrol etmektedirler. Ayrıca borsa kurallarının ihlali, hileli faaliyetler, yanlış veya yanıltıcı bilgi açıklama, borsa denetim kurallarına uymama gibi kural ve ahlak dışı faaliyetler borsalar tarafından da yasaklanmıştır. Bu kurallar borsadan borsaya değişiklikler göstermektedir.

Son zamanlarda CTFC tarafından bir öz-düzenleyici kuruluş olan Ulusal Gelecek İşlemleri Birliği'nin (National Futures Association-NFA) kuruluşu onaylanmıştır. Menkul Kıymet Aracıları Ulusal Birliği (National Association of Securities Dealers) benzeri bir yapıda olan NFA'nın piyasanın düzenlenmesinde önemli rol oynaması beklenmektedir.

Tüm bunlar, piyasaların dışsal denetim ihtiyacı ile içsel esnekliği arasında denge kurulmasını sağlayıcı yöndedir ve güvenli bir piyasa yaratılmasına yöneliktir.

#### 4.5.2. İngiltere'deki Sistem<sup>34</sup>

İngiltere'de mallara dayalı gelecek piyasaları geleneksel olarak, öz düzenleyici bir endüstri olmuşlardır. Londra piyasaları kendilerini, üyeleri ve onların işlemleri ya da ticari müşterilerinin çıkarlarını ön plana almış, vasat düzeyde yatırımcı veya bireysel spekülörlerin korunması hedeflenmemiştir. Dolayısıyla bireysel yatırımcılar bu işlemlere katılma konusunda isteksiz olmuşlardır. Borsa kontrollerinin olduğu dönemlerde, İngiltere Merkez Bankası ayrıntılı mali tablolar yayınlanması yükümlülüğü getirerek mal borsaları üzerinde denetim uygulamıştır. 1978'de borsa kontrolünün kaldırılması ile birlikte, Banka ve hükümet pasif bir rol üstlenerek sadece piyasaların kendilerinin koyacakları kuralların uygulanmasını sağlama yoluna gitmiştir.

Düzenlemelerin kapsamı ve ayrıntıları her piyasanın alım satım ve tarihi özelliklerine göre bir piyasadan diğerine değişmektedir.

Gelecek fon yöneticileri, danışmanlar, piyasalara üye olmayan broker ve dealer'lar için getirilen resmi düzenlemeler çok sınırlıdır. Örneğin, 1979 tarihli Bankalar

<sup>34</sup> Demirçelik A; Soydemir, S, a.g.e. ss. 20-25

Yasası müşterileri için teminat kabul eden, mallara dayalı işlem yapan tüm broker'ları "mevduat toplayan" olarak tanımlamakta ve onların, bir piyasanın kayıtlı üyesi değilse, Merkez Bankası'na kayıtlı olmalarını gerekli kılmaktadır. Bu ise onların bazı mali yükümlülüklerine tabi olmaları ve Banka denetimine açık ayrıntılı kayıtlar tutmaları zorunluluğu sonucunu doğurmaktadır. Ancak uygulamada mevduat toplayan tanımına giren lisanssız broker'ların çok olduğu ve Bankanın bu konuda katı bir tutum içinde olmadığı görülmektedir.

Broker'ların faaliyetiyle ilgili bir diğer düzenleme 1958 tarihli Yasa'dır (Prevention of Fraud). Yasanın, mallara ilişkin herhangi bir düzenlemede hile yapılmasını yasaklayan 13. Bölümü, mala dayalı gelecek işlemlerine de uygulanmaktadır.

Hileli temsil, kötü temsil, ihmal yasaya aykırıdır. Yasanın 14. Bölümü de, mal broker'larının, Ticaret Bakanlığı'nın (Department of Trade) lisansı olmadıkça reklam yapmalarını yasaklamaktadır. Lisanslı deler'lar 1983 tarihli "Licensed Dealers Rules" kurallarına tabi olacaklardır.

Fakat uygulamada bu hükümlerin ve kuralların hiçbirinin tam olarak uygulanmadığı görülmektedir.

Bunun yanısıra, 1984 yılında, dört borsa tarafından, Gelecek İşlemleri Broker ve Dealer'ları Birliği (Association of Futures Brokers and Dealers - AFBF) kurulmuştur. Birliğin temel amaçları;

- Mallara veya finansal araçlara dayalı gelecek ve option işlemleriyle ilgili faaliyetlerin denetimi sistemini geliştirmek ve sürdürmek -özellikle müşterilerinin çıkarlarının korunması açısından-
- Mallara dayalı gelecek ve option işlemleri yapan üyelerinin faaliyetlerini konu alan düzenlemeler yapmak,
- İflas nedeniyle doğan zararı sözkonusu olan üyelerinin müşterilerinin zararlarını telafi edecek bir mekanizma oluşturmak,
- AFBF üyelerinin birbirleriyle ve üçüncü kişilerle olabilecek anlaşmazlıkları giderici bir sistemi kurmak (arbitration)

olarak özetlenebilir.

Geleceğe yönelik işlemler borsalarında CFTC'nin geniş yetkileri dikkate alındığında, ABD'deki yasal düzenlemenin, piyasaların manipüle edilebileceği, müşterilerin fonların kötü biçimde kullanılabilmesi, normal ölçülerin dışında spekülasyona gidilebileceği, borsaların kendi kurallarını uygulamakta isteksiz olabilecekleri ve kuralların bazı durumlarda eşitsizlik yaratabileceği gibi olasılıklara dayandığı görülmektedir.

İngiltere'de ise, Merkez Bankası (Bank of England) bir düzenleyici kurum olarak salt yönlendirici gücü elinde bulundurmaktadır ve zorlayıcı bir yasal yetkiye sahip değildir. Burada kamuyu ilgilendiren tek problem manipülasyon olasılığı olarak görülmektedir ve tüm diğer olaylar borsalar tarafından düzenlenmektedir. Kısaca İngiltere'de kamu yetkililerince yapılan düzenlemelerin minimum düzeyde olduğu söylenebilir.

### **4.5.3. Türkiye'de Kurumsal Düzenlemeler**

#### **4.5.3.1. Düzenlemede Temel İlkeler**

Futures piyasaları ile ilgili olarak yapılacak düzenlemelerde dikkate alınması gereken hususlar şöyle özetlenebilir:<sup>35</sup>

- i. Futures piyasalarında, spot piyasalardan farklı olarak kredibilitenin önemi ve sistematik risk olasılığı,
- ii. Düzenlemelerin genel bir çerçevede yapılmasının yararı
- iii. İşleme konu olacak mal piyasaları ile ilgili düzenlemelerin mevcut borsa pratiklerine bağlı olarak yapılması gereğidir.

---

<sup>35</sup> Sak, G; Demirçelik, A: "Futures Piyasasında Kurumsal Düzenleme Önerileri", Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara, 1989, ss. 1



#### 4.5.3.2. Kredibilite'nin Önemi

Spot piyasa işlemlerinden farklı olarak, futures piyasalarında işleme giren taraflar yükümlülüklerini sözleşme tarihinden sonraki bir tarihte yerine getirmektedirler. Bu durum Refah İktisadi Literatüründeki "ahlaki tehlike" (moral hazard) probleminin doğmasına neden olmaktadır.<sup>36</sup> Çünkü herkes yalnızca kendi niyetlerini en iyi bildiği için ve "gerçek" niyetle ilgili bir bilgi akımı olmadığı için her an yükümlülüklerin yerine getirilmemesi tehlikesi mevcut olmaktadır. Yükümlülüklerin yerine getirilmemesi ise futures piyasalarının varlığını anlamsız hale getirmekte ve sistemik riskin doğmasına neden olmaktadır.

Bu nedenle futures piyasalarında takas merkezi önemli bir rol oynamaktadır. Getirilen teminat oranları da işleme giren tarafları bağlamak içindir. Aracılar nezdinde açılan cari hesaplarda aynı biçimde tarafların niyetlerinde ciddi olduklarını belirlemek içindir. Anılan piyasalarda çeşitli birimlerin mali güçlerini aşan bir biçimde oynamalarına bu yöntemlerle bir limit getirilebilmektedir.

Belirli bir kişi elinde sözleşmeye konu olan mal bulunmadan konu ile ilgili birden çok futures sözleşmesini imzalayabildiği için bir kişinin yükümlülüklerini yerine getirememesi halinde hem piyasa işlevini yerine getirememekte, hem de kriz mali aracı kuruluşlara da sirayet ederek sistemik bir krize neden olabilmektedir. Bu konu ilerideki bölümlerde ABD'deki gümüş ve Borsa krizleri çerçevesinde ele alınacaktır.

#### 4.5.3.3. Genel Bir Çerçeve Belirlenmesi

Futures işlemleri, daha önce de değinildiği gibi, yalnızca mal piyasalarında değil, değerli maden, döviz ve menkul kıymetler piyasalarında da uygulanabilmektedir. Bu nedenle oldukça geniş bir alanı ilgilendirmektedirler. Ancak esas itibari ile burada bir mali araç sözkonusu olmaktadır.

Futures piyasalarında, birden çok piyasayı ilgilendiren bir mali araç işlem gördüğüne göre düzenlemelerde birden çok kamu otoritesinin dikkate alınması gerekmektedir. Düzenlemelerde, her ne kadar uygulama öncelikle mal piyasalarını ilgilendirecekse de, diğer konularda da futures işlemlerine cevap verecek bir yol tutmalıdır. Bunun için örneğin ABD'deki Commodity Exchange Act'teki gibi geniş

<sup>36</sup>Sak, G: Demirçelik, A, a.g.e. ss.2

bir mal tanımı yapılarak, mal, "gelecekte teslimi yapılacak hizmetler, haklar ve çıkarlar" olarak tanımlanabilir.

Ya da futures işlemlerine konu olabilecek malı tanımlama yetkisi konu ile ilgili düzenleyici kuruluşa bırakılabilir.

Yukarıda bir düzenleyici kuruluş gereği belirlenmektedir. Burada problem konunun birden çok düzenleyici otoriteyi doğrudan ilgilendirmesidir. Türkiye için konunun Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, T.C. Merkez Bankası ve Sermaye Piyasası Kurulu'nu ilgili oldukları piyasalar nedeniyle doğrudan ilgilendirmekte olduğu ifade edilebilir.

Ancak bu ilgi örneğin dövize endeksli tahvillerde olduğu gibidir. Anılan tahvil, bir mal grubu olarak dövizin fiyat hareketlerine bağlı olmaktadır. Ancak nitelik itibariyle bir tahvil sözkonusudur. Bu nedenle Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde bir tahvil olarak düzenlemeleri ancak dövize bağlı olduğundan TCMB'nin izlediği makro politikalarla çelişkili düzenlemeler yapılmamalıdır. Dolayısıyla düzenlemelerde TCMB ile koordinasyon sağlanmalıdır.

Bunun gibi futures sözleşmeleri de bir mali araç olarak çeşitli mallara dayalı olmaktadır, ancak nitelik itibariyle bir mali araçlardır. Bu nedenle de bir mali araç olarak düzenleme konusu olmalıdırlar. Bu mali aracın niteliği ile ilgili belirlemeleri yapma yetkisi de konu ile ilgili bilgi birikimi ve sermaye piyasalarını yakından ilgilendirmesi nedeniyle SPK'ya verilmelidir.

SPK, bu mali aracın niteliğini, nerede ve nasıl işlem göreceğini saptamalı ve denetlemelidir. Ancak konu ile ilgili politika kararlarında, (teminat oranlarının belirlenmesi gibi) ilgili kuruluşlarla koordinasyon temin edilmelidir.

#### **4. 5.3.4. Borsa Pratiklerinin Dikkate Alınması**

Yukarıda da belirtildiği gibi futures sözleşmeleri mevcut mal piyasaları için düzenlenebilir. Uygulamada yabancılık yaratmamak için seçilen mal gruplarında mevcut borsa pratikleri düzenlemelerde dikkate alınmalıdır. Örneğin Ticaret Borsalarında işlem gören bir mal sözkonusu ise bunların pratikleri, Menkul

Kıymetler Borsası'nda işlem gören bir mal sözkonusu ise bunların pratikleri ile ilgili özel hükümler gözönünde bulundurulmalıdır.

Bu konuda somut bir örnek vermek gerekirse hangi mal seçilmişse, o mal için mevcut borsalarda faaliyet gösteren aracılara futures borsalarında aracılık için öncelik tanınmalıdır. Bu durum ilgili mal için yerleşmiş borsa gelenekleri dikkate alındığında da sözkonusudur.

#### **4.5.3.5. Sonuç Olarak**

- Futures işlemlerinde gerekli düzenlemeler SPK tarafından yapılmalıdır. Bu amaçla özel bir kanun çıkartılması yararlı olacaktır.
- Düzenlemelerde futures işlemlerine konu olacak malların seçimi düzenleyici otoriteye bırakılmalı ve çerçeve yeni mallara imkan verecek bir biçimde genel olarak belirlenmelidir.
- Sistemik risk tehlikesine karşı gereken önlemler alınmalıdır.
- Mal piyasaları ile ilgili mevcut borsa pratikleri dikkate alınmalıdır.

## **5. TÜRKİYE'DE FUTURES PİYASASININ İŞLEYİŞİ İÇİN ÖNERİLEN SİSTEM**

### **5.1. Futures İşlemlerinin Muhasebeleştirilmesi**

#### **5.1.1. Mevcut Durum**

Bankaca futures kontratı satın alınması durumunda komisyon olarak ödenen meblağ komisyon giderlerine borç kaydedilecektir. Satın alınan kontratın bedeli ise nazım hesaplarda gösterilecektir. Tek düzen hesap planına göre bu işlem 96,420 ve 96,430 numaralı nazım hesaplarda takip edilecektir.

Vergi yönünden ise ödenen komisyon döviz satışı şeklinde olacağı için, satılan döviz üzerinden %0,1 kambiyo gider vergisi ödenecektir. Futures kontratın vadesi geldiği zaman bir kar veya zarar doğar. Kar doğması halinde, mukabir hesaba giren tutar için döviz alış işlemi yapılır. Ayrıca, kar üzerinden %5 BSMV ödenecektir. Zarar oluşması halinde ise, mukabir hesaptan ödenen tutar için döviz satış işlemi yapılır ve %0,1 kambiyo gider vergisi ödenir.

#### **5.1.2. Önerilen Sistem**

Türkiye örneğinde olduğu gibi dünya örneklerinde de futures kontratlarının toplam değerler bilanço dışı bir kalem olarak nazım hesaplarda takip edilmektedir.<sup>37</sup> Bu da bilançoğu okuyan kişiyi içerilen riskin takibi açısından iyi bir araştırmaya itmektedir. Zira aynı pozisyona reel olarak sahip bir kişi bunu bilançosunda gösterirken, futures kontratı olarak sahip olan kişi bunu bilançosunda göstermeme ve dolayısıyla ilgili oranlara yansıtma şansına sahiptir. Türkiye'de uygulanabilecek mevzuat yürürlükteki uygulamadan çok farklı olmayacak ancak yukarıda sözü geçen muhasebeleştirmeler genel hesaplar yerine tek düzen hesap planına eklenecek yeni hesaplarla gerçekleştirilebilecektir. Örneğin marjın depozitoları Aracı Kurumdan Alacaklar (Due from Broker) veya Borsa Takas Odası'ndan Alacaklar (Due from Futures Exchange Clearing House) hesabında takip edilip elde edilen kar veya zararlar bu hesaplara eklenip çıkarılarak muhasebeleştirilebilir. Bu arada futures kontratını spekülatif amaçla alan kişilerle "hedging" amacıyla alan kişiler arasında muhasebeleştirme ve vergi açısından farklılıklar getirilebilir. Örneğin "hedging"

<sup>37</sup> Fink, E.R.; Feduniak, R.B. a.g.e. ss 289-298

durumunda futures kar ve zararları "hedge" edilenin değerine artış veya azalış olarak uyarlanabilir.

## 5.2. Borsa

### 5.2.1. Borsa Seçimi

Futures piyasalarında fiyatlar kolektif bir biçimde ve bir mekanda belirlenmektedir. Örneğin bu piyasalardaki işlem hacminin %80'i Chicago Board of Trade ve Chicago Mercantile Exchange'te gerçekleştirilmektedir. Sistemin temellerinden bir tanesi konu ile ilgili bir borsanın varlığıdır.

Yabancı ülke uygulamalarında izlenebileceği gibi mal piyasalarında spot ve futures piyasaları aynı çatı altında faaliyet göstermektedirler. Türkiye uygulamasında da benzer bir yolun izlenmesinin yararlı olduğuna inanılmaktadır.

Bu çerçevede, yapılacak düzenlemelerde, SPK'nın uygun gördüğü, yeterli teçhizata sahip mal borsalarına futures piyasası açma yetkisi verilmelidir. Yetki verilecek borsaların spot piyasalarla ilgili etkinliği artırıcı tedbirleri almaları da istenebilmelidir. Pamuk piyasası örneğinde İzmir Ticaret Borsası konu ile ilgili olarak yetkilendirilmeli ve özel bir yönetmelikle işlemlerin nasıl gerçekleştirileceği saptanmalıdır. Özel Yönetmelik ilgili borsa pratiklerine bağımlı olarak düzenlenmelidir.

Futures piyasalarının kaynak dağıtımında etkinlik gösterebilmesi için, seçilmesi düşünülen borsalarda iki ölçüt gözetilebilir:<sup>38</sup>

- Borsa işlemlerinde en çok işlem gören mal grubunun (eğer varsa alt-grubunun) yoğunluk taşıdığı Ticaret Borsası'nın seçilmesi.
- Katılımcı birimlerden herhangi birinin piyasadaki fiyat oluşumunu, piyasada oluşan beklentiler ve bilgiler haricinde manipüle edememesi. Bu noktada koperatif alımları, TMO, THK alım-satımı, devletin piyasadaki etkinliğinin değerlendirilmesi açısından önem kazanmaktadır. Devlet müdahalesinin en aza indirgenmesi, piyasada kolektif fiyat mekanizması yoluyla futures piyasalarının

<sup>38</sup> Sak, G; Demirçelik, A., a.g.e. ss.5

etkinliğinin artmasını sağlayacaktır. Spot piyasalarda devlet alım-satımlarının yoğunluk gösterdiği borsalar seçilen mal grubu için sağlıklı bir yapı taşımamaktadırlar.

Bu kriterler bazında incelendiğinde borsa geleneği en fazla olan (üretimin %62'si) pamuk mal-grubunda, dört büyük borsanın işlem hacmi toplam işlem hacminin içinde %81.2 ile önemli bir paya sahiptir.<sup>39</sup> Yine toplam işlemler olarak bakıldığında İzmir Borsası %36.9'luk payıyla birinci sırayı alırken, onu %27.7 ile Adana Borsası izlemektedir. Diğer iki borsadan Ceyhan %11.4, Tarsus ise %8, 2 paya sahiptir.

Bütün borsalar genelinde bakıldığında, pamukta en çok işlem gören tür %28.7 ile Ege-pamuk mal grubudur. Bu dört büyük borsa toplamında işlem görme yoğunluğu en yüksek olan özel pamuk türü Ege yöresi (%28.6), ardından %13.6'lık payla Çukurova yöresi pamuklarıdır. Toplam borsa işlemlerinde %81.2 ile önemli bir paya sahip olan bu dört büyük borsada Ege yöresi pamukları belirgin bir hakimiyete sahiptir. İzmir Borsası'nda Ege-pamuk türünün işlem görme oranı %53.0 iken, bu oran Adana Borsası için %12.1 olarak gerçekleşmektedir. Bu durumda toplam işlem hacmi açısından başı çeken İzmir Borsası aynı zamanda borsalarda en çok işlem gören Ege-pamuk'ta da birinci sıradadır.

Diğer taraftan, dört büyük borsayı katılımcıların niteliğine göre değerlendirmek de mümkündür.

1985 verileri esas alındığında, dört büyük borsada Tüccar satışın yeralmadığı görülmektedir. Nitekim, bütün borsalar bazındaki işlemlerin ancak %0.1'i tüccar kesim tarafından yerine getirilmiştir.

Müstahsil (üretici) satışta ise %44.4'le İzmir Borsası önde gelirken, %11.3'le Ceyhan ikinci sıradadır. Toplam işlem hacmiyle ikinci önemli borsa olan Adana Borsası'nda ise müstahsil satış genelin ancak %3.8'ini oluşturmaktadır. Burada dikkati çeken bir diğer nokta ise dört büyük borsa içinde, Adana Borsası'nın toplam işlemlerde devletin en büyük paya sahip olduğu borsa olmasıdır. (%73.6). Oysa İzmir Borsası'nda 1985 yılında kooperatif alımı gerçekleşmemiştir. Bu açıdan bakıldığında, İzmir Borsası'nın daha etkin bir piyasa yapısına sahip olduğu

<sup>39</sup> Sak, G; Çolakoğlu, S; Tekince, A, a.g.e. ss. 7-15

söylenbilir. Kooperatif alımında Tarsus Borsası %1.9 ile Adana Borsası'nı çok geriden takip etmektedir. Ceyhan Borsası'nda ise kooperatif alımı yer almamıştır. Bütün borsalar değerlendirildiğinde, kooperatif alımının genel içindeki payı %6.4'tür.

Tek tek borsalar bazında bakıldığında İzmir Borsası'ndaki toplam işlemin %53'ü üreticiler tarafından (müstahsil satış) gerçekleştirilmektedir. Bu oran Adana Borsası'nda %6.8'e düşmektedir. Tarsus ve Ceyhan'da ise müstahsil satış borsa toplamının sırasıyla %39.7'sini ve %43.7'sini oluşturmaktadır. Dört büyük borsa genelinde üreticilerin katıldığı işlem oranı %36.3 iken, bu oran tüm borsalar bazında %44.07'ye çıkmaktadır.

Kooperatif alımları pamuk borsalarındaki toplam işlemin %6.37'sini oluşturmaktadır. Devletin en etkin faaliyet gösterdiği Adana Borsası'nda borsa işleminin %19'u kooperatifler tarafından yerine getirilmektedir.

### 5.2.2. İşlem Sistemi

Futures borsalarında işlemler sürekli pazar ortamında sesli pazarlık (open outcry) yöntemiyle gerçekleştirilmektedir. Menkul kıymetler borsalarından farklı olarak futures borsalarında spesiyalist (dealer) sistemi bulunmamakta, işlemler borsa mekanında emirlerin karşılaştırılması yolu ile gerçekleştirilmektedir.

Bu çerçevede, Türkiye'deki düzenlemelerde sürekli pazar sisteminin benimsenmesinin İzmir Ticaret Borsasında mevcut alım satım pratiği açısından yararlı olacağına inanılmaktadır.

### 5.2.3. Borsa Üyeleri

Mal piyasalarında aracılık faaliyetinde bulunanlar futures borsalarına üye olabilmektedirler. Üyeler, borsa işlemlerinde bulunmanın yanında, borsa yönetimine de katılabilmektedirler. Üyeleri iki kategoride ele almak mümkündür:

- Kendi nam ve hesaplarına ve başkaları nam ve hesabına işlemde bulunanlar,
- Yalnızca başkaları nam ve hesabına işlemde bulunanlar

Bunlar dışında borsa üyesi olmayanların da borsada işlem yapmalarına imkan tanınabilmektedir.

Türkiye uygulamasında emirlerin borsa üyesi aracılar tarafından borsa salonunda gerçekleştirilmesinin yararlı olacağı düşünülmektedir.

#### **5.2.4. Fiyat Limitleri ve Fiyat Değişme Sınırları**

Yabancı borsalarda spekülasyon hareketleri, önemli fiyat değişmelerini engellemek için maximum fiyat limitleri uygulanmaktadır. Minimum fiyat değişme sınırı ise işlemlerde fiyat aralıklarını göstermektedir.

Açıktır ki, bu konudaki limitler her mal piyasası için mevcut borsa pratiği dikkate alınarak belirlenmelidir. Ancak pamukta maximum günlük fiyat değişme sınırının malın birim fiyatının %10'u fiyat aralıklarının ise 50 TL olması düşünülebilir.<sup>40</sup>

#### **5.2.5. Sözleşme Tarihleri**

Futures borsalarında bir başka uygulama da gelecekteki teslim için yapılacak sözleşmelerin hangi aylar için yapılacağını belirlemektir. Buna göre işlem o ay içinde tamamlanmak durumundadır. New York Pamuk Borsasında sözleşme ayları Mart, Mayıs, Temmuz, Ekim ve Aralık olarak belirlenmiştir.<sup>41</sup> NCE bu alanda en önemli futures borsası olduğuna göre bir paralellik sağlamak yararlı olabilir. Bu nedenle anılan ayların Türkiye içinde geçerli kılınması düşünülmektedir.

#### **5.2.6. Minimum İşlem Büyüklüğü**

Futures işlemlerinde sözleşmeler belirli bir büyüklüğün altında olmamaktadır. Örneğin New York Pamuk Borsasında minimum futures sözleşmeleri büyüklüğü 50.000 Pound'dur. Elbette malın cinsi değiştikçe işlem büyüklüğü de değişme gösterecektir.

Türkiye'de pamuk için minimum işlem büyüklüğü belirlenirken geniş katılımın sağlanması için bunun düşük tutulmasında yarar olduğuna inanılmaktadır. Minimum işlem büyüklüğünün bu çerçevede 45 balya (1 kamyon) olarak

<sup>40</sup> Sak, G; Demirçelik A., a.g.e., ss.6

<sup>41</sup> Fink, E.R.; Feduniak, R.B., a.g.e. ss. 518-521



belirlenmesi gerektiği düşünölmektedir.<sup>42</sup> Ancak konu, pamuk özelinde, Ticaret Borsası yetkilileri ile birlikte sonuçlandırılmaldır.

### 5.2.7. Malın Cinsi

Futures borsası belirli bir mal grubunun belirli bir kalitesi için faaliyet göstermelidir. Pamuk özelinde Ege St. 1 ve Çukurova St. 1 için borsada işlem yapılmasının bilgi iletimi açısından yararlı olacağına inanılmaktadır.<sup>43</sup>

### 5.2.8. Emirler

Geleceğe yönelik işlemler borsalarında da, menkul kıymetler borsalarında olduğu gibi çeşitli türlerde emir verilebilmelidir. Bunların başlıcaları şunlar olabilir:

- **Piyasa Fiyatıyla Emir (Market Order)**

Belirli sayıdaki sözleşmenin piyasada elde edilebilecek en iyi fiyattan alınması veya satılması şeklinde aracı kuruma verilen emirdir.

- **Limitli Emir (Limit Order)**

Bu tür emirlerde sözleşmenin alıcının satın almaya hazır olduğu en yüksek fiyat ve satıcının satmaya razı olduğu en düşük fiyat belirlenmektedir. Alımlarda piyasada limit fiyat veya daha düşüğü satımlarda ise limit fiyat veya daha yükseği gerçekleştiğinde emir yerine getirilecektir.

- **Stop Emirleri (Stop Orders)**

Piyasada belirli bir fiyat düzeyine ulaşıldığında satın alınması veya satış yapılması şeklinde verilen emirdir.

Emirler aynı zamanda, iptal edilmedikçe veya yerine getirilmedikçe geçerli olmak üzere açık emir (Open Order) şeklinde de verilebilir. Eğer emrin niteliği belirtilmemişse günlük olarak değerlendirilir ve yerine getirilemezse iptal edilir.

---

<sup>42</sup> Sak, G, Demirçelik, A.; a.g.e. ss.7

<sup>43</sup> Sak, G; Demirçelik, A.; a.g.e. ss.7

### 5.3. Futures Sözleşmeleri

Futures sözleşmelerinin temel belirleyeni bunların standardize edilmiş olmalarıdır. Sözleşmede aşağıdaki koşullar bulunmalıdır: <sup>44</sup>

- a. Malın cinsi
  - b. Alıcı ve satıcının aracı nezdindeki hesap numaraları
  - c. Sözleşme fiyatı
  - d. Sözleşme tarihi
  - e. İşlemin niteliği (elinde mal bulunup riski aktarmak isteyen mi satıyor, yoksa spekülasyon mu)
- "e" koşulunun varlık nedeni gerektiğinde spekülasyon işlemleri sınırlamak için tedbir alınabilmesini temin etmektir. Örneğin teminat oranları spekülasyon işlemlerde daha yüksek olabilir.

Ayrıca sözleşmede tarafların Takas Odası'na karşı üstlendikleri sorumluluklarda belirlenmelidir. Sözleşme borsada işlem gerçekleştirildikten sonra imzalanır, daha sonra borsa tarafından onaylanarak Takas Merkezine iletilir. Takas Merkezinde başlangıç teminatlarının yatırılması ve hesapların açılması ile yürürlüğe girer.

### 5.4. Takas Odası

#### 5.4.1. İşlevi

Futures piyasasının işleyişinde takas odası büyük önem taşımaktadır.

Takas odası piyasada alım veya satım pozisyonu almamakta, ancak alım-satım yapan taraflar arasında aracılık yaparak sözleşme koşullarının yerine getirilmesini garanti etmektedir. Bir diğer ifade ile sözleşmenin yapılmasından sonra alıcı ve satıcı tarafların yükümlülükleri takas odasına karşı olmakta, tarafların birbirlerini tanımları gerekmemektedir.

---

<sup>44</sup> Sak, G; Demirçelik, A; a.g.e. ss. 8

Takas odasının bir diğerk temel işlevi, teslim tarihleri aynı olan sözleşmelere ilişkin alım ve satım pozisyonlarının karşılaştırılarak denkleştirilmesi işlemidir. Futures işlemlerinde teslim mekanizmasının düzenlenmesi ve yürütülmesi işlemi de takas odasınca gerçekleştirilmektedir.

#### 5.4.2. Kuruluş Önerisi

Borsalarda takas odaları genellikle borsa üyeleri tarafından oluşturulan ve önemli bir mali güce sahip olan büyük kuruluşlardır. Ülkemizde kurulacak bir futures borsasında takas odasının en azından başlangıç için başkanı atama yolu ile getirilen bir kamu kurumu olarak örgütlenmesinin mümkün olduğu düşünülmektedir. Borsada işlem yapacak olan borsa üyelerinin takas odasına da üye olmaları ve üyelik ücreti yatırmaları takas odasının işleyişi için ilk aşamada gerekli olan fon sorununu çözecektir. Sistemin genişlemesine ve yeni üyelerin girişine de olanak sağlayıcı düzenlemeler yapılmalıdır.

Burada futures borsasına üye olacak tüm aracılarn takas odasına da üye olmaları zorunluluğu getirilebileceği gibi, bu konu aracılarn tercihinde de bırakılabilir. Ancak bu durumda takas odası üyesi olmayan bir aracılarn yapacağı işlemleri bir takas odası üyesi aracılığı ile gerekli komisyonu ödeyerek gerçekleştirmesi ilkesi getirilmelidir.

#### 5.4.3. Teminat Sistemi

Sistemin işleyişinde güvence sağlayan bir diğerk nokta teminat yatırma yükümlülükleridir. Geleceğe yönelik işlem sözleşmesi yapıldığında, hem alıcı ve hem de satıcı tarafından broker aracılığı ile takas odasına yatırması gerekli olan başlangıç teminatı (initial margin) örneğın ABD borsalarında genel olarak sözleşmenin dayandığı malın değerinin yüzde %10'u veya daha azı oranında sözleşme tipine göre uygulanmaktadır.

Ülkemizde olan alivre satışlarda bu oranının yüzde 10 olduğu ve bunun bir ölçüde caydırıcı bir etmen olarak ortaya çıktığı ileri sürülmektedir.<sup>45</sup>

---

<sup>45</sup> Gazanfer, S.; Özmeriç, H. a.g.e., ss. 43-50

Takas odasına yatırılması gerekli başlangıç teminatının sözleşmenin niteliğine göre yüzde 1-5 arasında değişen oranlarda uygulanmasının uygun olduğu düşünülmektedir. Ayrıca sözkonusu teminatın nakit veya hemen paraya çevrilebilir, likiditesi yüksek menkul kıymetlerden oluşabilmesine olanak tanınmalıdır. Bu aşamada bu menkul kıymetlerin kamu menkul kıymetleri olarak belirlenmesi daha doğru olabilir. Ancak ikincil tahvil piyasası ile özel kesim menkul kıymetlerinin sakıncaları ortadan kalkabilir.

#### **5.4.4. Günlük Hesaplaşma ve Sürdürme Teminatı**

Sistemin önemli bir özelliği olan günlük hesaplaşma (daily resettlement) uygulaması bir diğer güvenlik sağlayıcı unsur olmaktadır. Buna göre futures sözleşmesinin dayalı olduğu malın spot fiyatında bir düşme olması nedeniyle satın alınan bir zararlı sözkonusu olduğunda, bu tutar yatırılan teminat miktarından indirilecektir. Teminat olarak yatırılan fonun tutarı sürdürme veya varyasyon teminatı (maintenance or variation margin) olarak adlandırılan belirli bir düzeyin altına düşmesi durumunda müşteriye ek teminat yatırma çağrısında (margin call) bulunacak ve teminatın başlangıç düzeyine yükseltilmesi istenecektir. Genel uygulama ek olarak yatırılacak teminatın nakit olması şeklindedir.

#### **5.4.5. Sistemik Kriz ve Bir Öneri**

Bir kişi futures piyasalarında elinde mal olmaksızın çok sayıda futures işlemine girebildiği için sürdürme teminatı önemli bir işlev üstlenmektedir. Ancak yurt dışında olduğu gibi bu süreçte kredi ilişkilerinin devreye girmesi sistemik riski arttırmaktadır.

Bu çerçevede ülkemizde aracı kurumun müşterisine kredi açması önlenmeli ve sürdürme teminatına yapılacak eklemelerin doğrudan müşteriden tahsil edilmesi anlamlı olacaktır.

## 5.5. Futures Piyasalarında İşlemlerin Yerine Getirilmesi

Önceki bölümde düzenlenmesi gereken konular ve bunlarla ilgili önerilere yer verilmiştir. Bu çerçevede bir futures işlemi nasıl yerine getirilecektir? Bu bölümde borsa üyesi olmayan bir müşterinin futures işlemi ile ilgili prosedür ana hatlarıyla anlatılacaktır.

### 5.5.1. Futures Hesabı Açılması

Burada yapılması gereken ilk şey, bir üye firma nezdinde futures hesabı açılmasıdır. Bu aşamada bireysel yatırımcı açısından işlem yapılacak aracının (broker) seçimi önemli bir karar olmaktadır. Çünkü bu konuda uygulanabilecek kesin kurallardan sözedilmesi güçtür.

Bazı araçlar sadece kurumsal işlemler yapmaya yöneldiklerinden bu nokta bir ölçüde bireysel yatırımcıların niteliğine bağlı olmaktadır.

Araçlar farklı müşterilerine farklı marj veya depozit uygulayabilmektedir. Aynı zamanda müşteriden talep edilen komisyon oranları da değişebilmektedir. Bazı araçlar müşterilerine tavsiyeleri de içeren tam bir piyasa araştırması olanağı sağlamakta ve yüksek komisyonlar istemektedir. Bazıları ise herhangi bir tavsiyede bulunmaksızın sadece müşterilerin emirlerini yerine getirmektedir. Dolayısıyla çalışma yöntemleri müşterinin tercihlerine uygun olan aracının bulunması, uygulanacak komisyon oranlarına bağlı olmaktadır. Zira tüm büyük borsalarda bu oranlar karşılıklı anlaşmalar yoluyla ve pazarlıkla belirlenmektedir. Açılan hesap aynı zamanda aracı ile müşteri arasında karşılıklı yükümlülükleri belirleyen bir sözleşme olmaktadır.

Türkiye için futures araçları nezdinde hesap açılması mevzuatımıza uygun olmamaktadır. Ancak konu önemli olduğundan özel bir düzenlemeye gidilmesinde yarar görülmektedir.

### 5.5.2. Emrin Verilmesi

İkinci aşamada müşteri borsa üyesi firmanın kayıtlı temsilcisine emri iletmektedir. Bu emirde istenenin alım veya satım sözleşmesi olduğu, hangi sözleşmelerden kaç tane istendiği konuları belirlenmektedir. Emir aynı zamanda emrin yerine getirileceği fiyat ve bir emrin ne kadar süreyle geçerli kalacağı konularında sınırlamaları da ihtiva edebilmektedir. Burada aracı üye emrin varsa müşteri hesabındaki limitler veya sınırlamalara da uygunluğunu ve müşterinin depozitinin emri karşılamaya yeterli olup olmadığını kontrol etmektedir. Emir müşteriye önce sözlü olarak daha sonra da yazılı şekilde -saati de belirtilmek suretiyle-konfirme edilmektedir. Emirler bir üye firma tarafından da verilebilmekte, bu durumda da aynı kontrol mekanizması uygulanmaktadır.

### 5.5.3. Emrin Borsa Üyesinin Borsadaki Bürosuna Gönderilmesi

Emir verilir verilmez üyenin borsa işlem alanındaki (floor) yerine iletilmektedir. Emrin ayrıntıları standart emir fişinde -emrin verildiği saat ile birlikte yazılmaktadır. Emir fişi, emrin türü, emrin yerine getirileceği fiyat ve fiyat aralığı ve müşterinin hesap numarası gibi bilgileri içermektedir.

### 5.5.4. Emrin Borsa İşlem Alanında Yer Alan Aracıya İletilmesi (Şema no.1)<sup>46</sup>

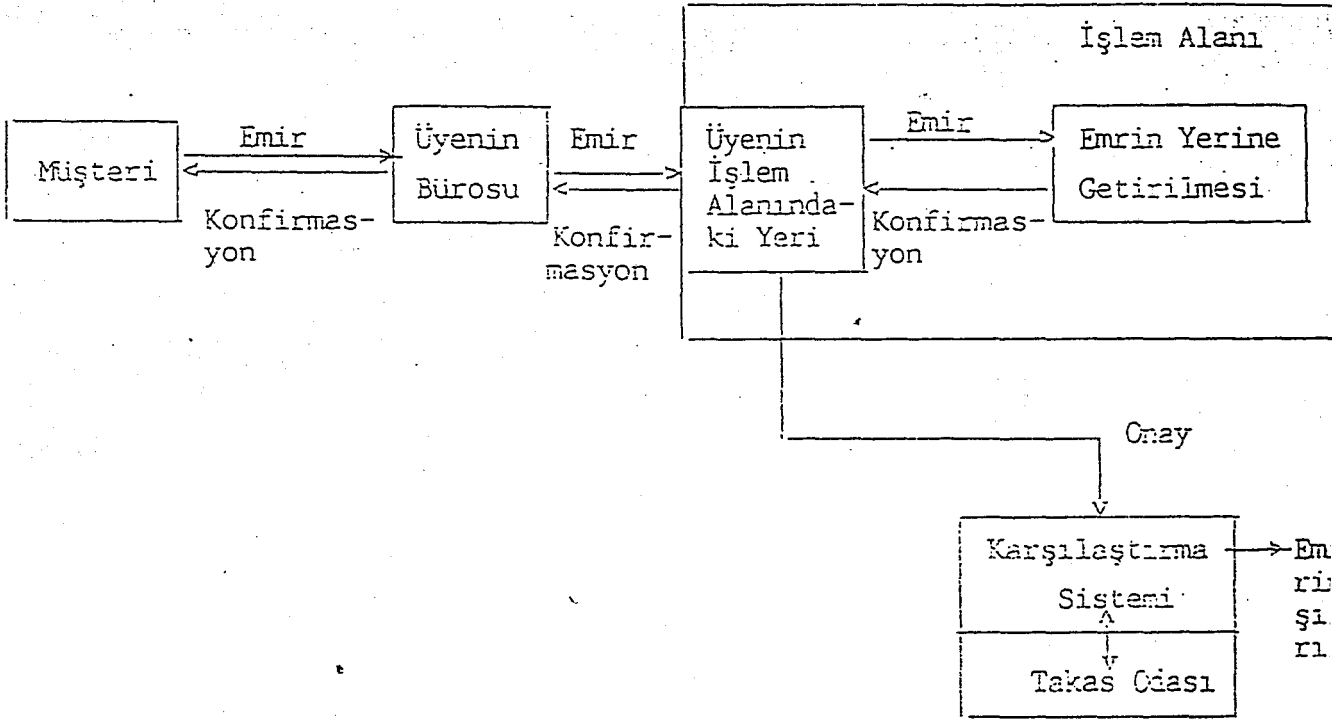
Emir fişinin bir veya iki kopyası üyenin işlem alanındaki yerinde tutulmakta, diğeri ise yerine getirilmek üzere işlem yapan üyeye veya "pit broker" olarak adlandırılan ve emirlerin ilan edileceği işlem alanında yer alan aracıya iletilmektedir.

Menkul kıymetler borsalarının tersine, geleceğe yönelik işlemlerin yapıldığı piyasalarda birçok piyasa yapıcının yer aldığı "sesli pazarlık" olarak adlandırılan sistem uygulanmaktadır. Bu sürekli pazar sisteminde alım satım yapanlar (traders) alım veya satım önerilerini borsa işlem alanında (trading pit) yüksek sesle ilan etmektedir.

---

<sup>46</sup> Sak, G.; Demirçelik, A.; a.g.e., ss. 14

ŞEMA NO: 1



Borsada Emir Akışı

### 5.5.5. Emrin Yerine Getirilmesi

Emir yerine getirildiği zaman, aracı işlemin ayrıntılarını emir fişinin üzerinde belirterek borsa üyesinin işlem alanındaki yerine (booth) geri göndermektedir.

Emrin müşterinin talimatları doğrultusunda yerine getirildiği konfirme edildiği zaman, işlemin tüm ayrıntılarını veren ve yapılan işlemde karşı tarafın kodunu belirten bir resmi borsa takas fişi hazırlanmaktadır.

### 5.5.6. Alıcı ve Satıcı Tarafından Borsa Takas Fişinin Hazırlanması

Sözleşmenin hem alıcısı hem de satıcısı emirlerin karşılaştırılması için borsaya veya doğrudan takas odasına verilecek resmi borsa takas fişinin hazırlanmasıyla yükümlüdür.

Takas fişinin hazırlanması ile, emrin yerine getirildiği ve işlemin koşulları borsa tarafından konfirme edilmektedir.

Yapılan işlemin yazılı bir kaydı takas sistemi ile uyumlaştırma amacı ile üyenin (aracının) ofisine bildirilmekte ve müşterinin hesabına işlenmektedir.

Yukarıda anlatılanlar çerçevesinde, geleceğe yönelik işlemlerin yapıldığı tipik bir borsada emir akış sistemi aşağıdaki şemadan izlenebilir.

Takas fişlerinin veya işlem konfirmasyon kartlarının karşılaştırılması süreci borsadan borsaya değişiklikler göstermektedir.

- "London International Financial Futures Exchange" emirlerin karşılaştırılmasını kendisi yapmakta ve karşılanan emirleri borsa kendisi takas odasına iletmektedir. Borsa personeli herhangi bir olası yanlışlığın mümkün olduğu kadar çabuk düzeltilmesini sağlamak amacıyla, geçersiz takas fişlerinin veya alım-satım emirlerinde tam karşılama sağlamayan fişlerin ayırıldıklarından sorumludur. Burada amaç tüm işlemlerin karşılaştırılmasının ve aynı gün takas sistemine girmesinin sağlanmasıdır.



- Birçok Amerikan borsasında ise karşılaştırma ve onaylama işlemleri borsadan çok takas odası tarafından yapılmaktadır. Bununla beraber emirlerin karşılaştırılması her iki sistemde de aynıdır.

Onaylanan işlemlerin takas sistemine girmesiyle borsa üyelerinin birbiri ile ilişkisi kesilmekte, takas odası ile muhatap olmaktadır. Takas odası bu aşamada hem alıcı hem de satıcı için karşı taraf olarak devreye girmektedir.

### **5.5.7. Takas Odasının Sürece Girişi**

İşlem gününün bitiminden hemen sonra takas odası üyeleri Takas odasını kendi adlarına veya takas kurumuna üye olmayıp kendileri aracılığıyla takas yaptırınlar adına gerçekleşen tüm işlemleri ayrıntılı olarak bildirmektedirler. Gerçekleşen işlemler takas odası üyesinde onaylandıktan ve işlem için gerekli teminatın yatırıldığına ilişkin makbuz alındıktan sonra, takas odasının sözleşmelere ilişkin garantisi yürürlüğe girmektedir.

### **5.5.8. Günlük Hesaplama**

Sözleşmenin alıcısı ve satıcısı tarafından yatırılması gereken teminat hesabından karşılanmayan herhangi bir zarar sözkonusu olduğunda, bu zarar öncelikle takas odasının sermaye kaynaklarından ve pay sahipleri ile takas kurumu üyelerinin kaynaklarından karşılanmaktadır. Herhangi bir futures borsasında takas odasına üye olmak büyük sermaye yükümlülüğü getirdiğinden, takas odasının sağladığı garantinin dayandığı mali kaynaklar çok büyük olmaktadır.

Zarar durumunda sürdürme teminatı limitin altına düştüğünde, Takas Odası yeni teminat istemektedir.

### **5.5.9. Denkleştirme İşlemi**

Takas Odası, aynı kişinin teslim ayı aynı olan sözleşmelerindeki alım-satım pozisyonlarını karşılaştırmakta ve borç ya da alacağı net olarak hesaplamaktadır.

### 5.5.10. Teslim

Net olarak hesaplanan borç ya da alacak ya mal teslimi ile ya da nakitle kapatılmaktadır. Taraflardan birinin yükümlülüklerini yerine getir(e)memesi halinde, anlaşmanın diğer tarafı zarar görmemekte, takip işlemlerini takas odası gerçekleştirmektedir.

Şema no. 2'de takas sisteminin işleyişi gösterilmiştir.<sup>47</sup>

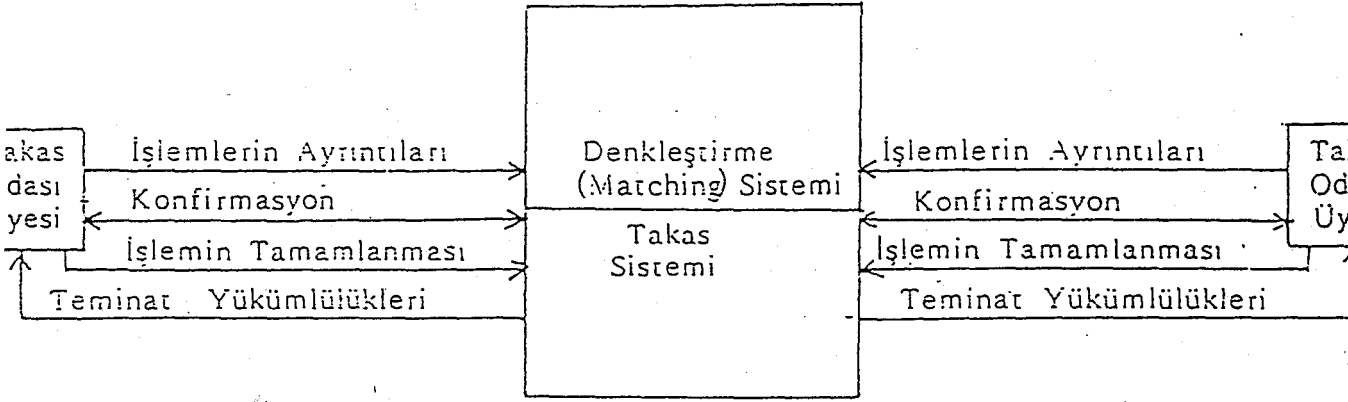
Sonuç olarak, futures sözleşmesi yapıldığında izlenecek yol şöyle özetlenebilir:

- i. Emrin üyeye verilmesi, üye tarafından konfirme edilmesi,
- ii. Emrin borsaya iletilmesi. Borsa işlem alanında emrin yerine getirilmesi,
- iii. Resmi takas fişinin hazırlanması. İşlemin tamamlandığının borsa üyesinin ofisine ve müşteriye bildirilip konfirme edilmesi,
- iv. Takas fişlerinin borsa veya takas odası tarafından karşılaştırılması,
- v. Takas odası üyesinin işlemi takas odasına bildirip konfirme etmesi. Takas odasının garantisinin devreye girmesi,
- vi. Takas odası üyesinin, gerekli başlangıç teminatını takas odasına yatırması,
- vii. Takas odası üyesi olmayan tarafın başlangıç teminatını üye nezdinde hesaba yatırması,
- viii. Müşterinin başlangıç teminatını üye hesabına tevdi etmesi,
- ix. Gerekğinde sürdürme teminatı ile ilgili işlemlerin aynı prosedürde gerçekleştirilmesi,
- x. Bir üyeye ait aynı teslim ayı için yapılmış sözleşmelerin karşılaştırılarak, netleştirilmesi,
- xi. Teslim.

---

<sup>47</sup> Sak, G.; Demirçelik, A., a.g.e., ss. 18

SEMA NO: 2



Takas Sistemi

## 5.6. Sistematik Kriz İhtimali

### 5.6.1. Kredi İlişkileri

Futures sözleşmesinin değerindeki düşüş, teminatta azalmaya ve 3 no.lu Şema'da örneklenen mekanizmanın çalışmasına yol açacaktır.<sup>48</sup> Buna göre:

- i. Borsa takas odası (TOD), işlem bitiminde, aracı bankaya belli müşterilerin takas odasındaki hesaplarının gelirlerinin limitinin altına düştüğünü veya açık vermekte olduğunu ve izleyen işlem günü sabah saat 7:00'ye kadar yeni teminat yatırılması gerektiğini bildirir. (Teminat Çağrısı 1= $TC_1$ ).
- ii. Banka ( $B_t$ ) aracının müşterisi adına takas odasına ödemeyi yapar (Teminat Ödemesi -1 =  $TP_1$ ). Dolayısıyla, banka aracıya açtığı krediyi genişletir.
- iii. Banka, aracıyı, müşterisinin hesabındaki açıktan ve banka tarafından adına ödemenin yapıldığından haberdar eder ( $TC_2$ ).
- iv. Aracı teminat çağrısının bir kısmını karşılamak üzere bankaya ( $B_t$ ) ödemeyi yapar ( $TÖ_2$ ). Sonraki aşamada  $TC_3$  aracı kendi bankasına ( $B_m$ ), ödemenin geri kalan kısmının  $B_t$ 'ye kendi adına yapılmasını bildirir ( $TÖ_3$ ).
- v. Aracı, müşterisine hesabındaki düşüşü ve bu açığı kapatma için yeni ödeme yapması gerektiğini bildirir ( $TC_4$ ).
- vi. Müşteri,  $B_m$ 'deki hesabına parayı yatırır ( $TÖ_4$ ) ve çeki aracıya yollar ( $TÖ_5$ ).
- vii. Aracı çeki kendi hesabına ( $B_5$ ) yatırır ( $TÖ_6$ ).

---

<sup>48</sup> Brimmer A.F.: "Distinguished Lecture on Economics in Government: Central Banking and Systematic Risks in Capital Market", The Journal of Economic Perspectives, Volume 3, Number 2, 1989



viii. Yedinci aşamanın tamamlanmasıyla, takas ve hesap sistemi işlevini yerine getirmiş olup, teminat çağrıları, teminat ödemeleriyle karşılanmıştır. Futures piyasalarında yapılan sözleşmelerin kazancı ya da kaybı her işlem gününün bitiminde hesaplandığı için, hesaplara kazançlı durumda olmaları durumunda alacak kaydı, tersi durumda da borç kaydı yapılır.

### 5.6.2. Kriz İhtimali ve ABD Örnekleri

Yukarıdaki prosedürde oldukça karmaşık kredi ilişkileri sözkonusudur ve kredinin müşteri tarafından birgün içinde kapatılması gerekmektedir. Bunun gerçekleştirilememesi halinde aracı kuruluşlar ve bankaların güç durumda kalabilmesi ihtimal dahilindedir.

Nitekim ABD'de 1987 Borsa krizinde ve 1980 gümüş krizinde benzer bir kriz ihtimali, Merkez Bankası'nın kurtarma operasyonları ile atlatılabilmektedir. Krizin kaynağında spekülasyon alım satımların belirli kişilerde yoğunlaşması ve anlatılan kredi ilişkileri yaratmaktadır.

Türkiye ile ilgili düzenlemelerde,

- i. Spekülasyon hareketleri engellemek için teminat oranları günün koşullarına göre değiştirilmeli, ve,
- ii. Karmaşık kredi ilişkilerinin doğmaması için, aracının müşteriden tahsilatı yaparak ödemede bulunması ilkesi getirilmelidir.

## SONUC

Bu çalışmada birinci bölümde futures işlemleri ve opsiyonlarla ilgili olarak genel kavramlar, tarihçe ve dünyadaki işleyiş açıklanmış, ikinci bölümde ise şu anda Türkiye'de futures ve opsiyon işlemlerinin ne ölçüde gerçekleşebildiği ve mevcut hukuki yapı üzerinde durulmuştur. Üçüncü bölümde opsiyonların Türkiye'de uygulanabilirliği tartışılmış, ancak finansal açıdan yeterli olgunluğa erişmemiş ve futures piyasaları yerleşmemiş ülkelerde doğurabileceği riskler dolayısıyla henüz Türkiye piyasasının opsiyon işlemlerinin başlaması için uygun olmadığı, öncelikle futures piyasasının kurulmasının daha doğru olacağı sonucuna varılmıştır. Dördüncü bölümde futures işlemlerinin Türkiye piyasasında uygulanabilirliği tartışılmış, iyi bir kanuni düzenlemeyle böyle bir başlangıcın Türkiye için yararlı olacağı sonucuna varılmıştır. Dünya örneklerindeki gibi Türkiye'de de önce tarımsal ürünlerde futures işlemlerine başlanması ve işlemlerin mevcut mal borsalarında geliştirilmesi önerilmiştir. Tarımsal ürünlerin içinde önceliği işlem hacmi, rekabete uygun yapısı, yerleşmiş ticaret borsası, yurt dışındaki pazarı gibi nedenlerle pamuk almıştır. Beşinci bölümde ise Türkiye şartları için uygun olabilecek bir futures borsası ve futures piyasası için gerekli şartlar ve işleyiş önerisi ortaya konmuştur.

Türkiye'de futures borsasının kurulmasıyla ilgili çalışmalar geçtiğimiz günlerde hız kazanmıştır. Bu konuda seçilecek ürünün pamuk olmasını ve borsanın İzmir'de kurulmasını yetkililer de desteklemişlerdir. İzmir Ticaret Borsası Teknik Heyeti, Maliye Bakanlığı, SPK ve Ekonomi'den sorumlu Devlet Bakanı ile birlikte çalışmalar yürütülmektedir. 22 Şubat 1992 tarihinde Türkiye'ye gelen Dünya Bankası yetkililerine sunulan ekonomik rapordan sonra çalışmalar hızlanmıştır. Mevcut çalışmaların yürütülmesi amacıyla SPK tarafından da bu konuda çeşitli ön çalışmalar yapılmıştır.

Bundan sonra yapılması gereken diğer ülkelerdeki modeli aynen alıp aynısını uygulamak yerine Türkiye'nin şartlarına göre düzenleme yapılmasıdır. Bu organizasyonun çerçevesinin yasalarla çok güzel çizilmesi gerekmektedir. Bu oldukça zaman alıcı bir iştir, ancak Türkiye'de son yıllarda finans alanındaki gelişmeler bakılınca bu konuya da iyimser yaklaşılması mümkündür.

Futures Piyasalarının etkin faaliyeti için dikkat edilmesi gereken hususlar ve öneriler şöyle özetlenebilir:

1. Türk Lirası'nın ABD Doları karşısında kontrat süresinde ve sonunda alacağı değerlerin belirsizliğinden kaynaklanan risk faktörünü ortadan kaldırmak ve bu borsaya yabancı iştirakçinin de ilgisini çekmek amacıyla, futures borsasında fiyat kotasyonlarının, kontrat alım/satım ve teslim/tesellüm işlemlerinin ABD Doları bazında yapılması en uygun şekli olarak düşünülmelidir. Dünya piyasalarında örneğin ABD Doları bazında fiyatı değişmemiş olan emtianın yurt içi fiyatı genelde Türk Lirası'nın değer kaybına paralel olarak yükselmektedir. Fiyatlardaki her yükseliş veya düşüş kontrat taraflarından birine marj ödenmesini gerektireceğinden Türk Lirası cinsinden fiyatlarda yüzde 10'luk bir artış, taraflardan birine yatırdığı depozite göre yüzde 100'lük gelir, diğerine ise aynı oranda gider tahakkuku ettirilmesine yol açacaktır. Anormal sayılabilecek bu tür durumların sık sık ortaya çıkmaması ancak Türk Lirası'nın yabancı paralar karşısında sürekli değer kaybetmemesi veya borsanın yabancı para cinsinden işlem görmesiyle mümkündür. Borsanın yabancı para cinsinden işlem görmesi ise daha ziyade dış ticarete konu olabilecek tarım ürünleri için uygundur. Daha çok iç piyasaya yönelik olan buğday için bu uygulama sakıncalı olabilir.
2. Hem spot piyasa, hem de spot piyasa paralelinde vadeli iş bağlantıları yeterli iş hacmini yaratacak büyüklükte olmalıdır.
3. Piyasalara geniş katılım sağlamak için yeterli sayıda spekülâtif amaçla hareket eden alıcı ve satıcı bulunmalıdır. New York Borsası için piyasalara spekülâtor iştirakinin yüzde 50-60 civarında olduğu ifade edilmektedir. Avustralya'da Sydney'de kurulu Yün Futures Borsası, piyasa faaliyetlerini tatmin edecek fiziki emtia (yün) olduğu halde gereği kadar spekülâtor iştiraki olmadığı için pek çalışmamakta, futures market bekleneni vermemektedir.

Futures fiyatının bilgi aktarıcı olabilmesi, katılımın kolaylığına ve genişliğine bağlı olmaktadır. Bu nedenle en az işlem biriminin küçük üreticilerin katılımına imkan verecek düzeyde olmasının yararlı olduğuna inanılmaktadır. Aksi takdirde de piyasalar sadece tüccarın stoklama politikalarına yardımcı bir işlev görebilecektir.



4. Futures piyasalarının etkin faaliyetinin ön gereklerinden bir diğeri ise spot piyasaların faaliyet biçimidir. Spot piyasaların kolaylıkla manipüle edilebilir olması, futures piyasalarında haksız kazançlara neden olabilecektir. Bu nedenle futures piyasalarının kurulması ile ilgili çalışmaların, mevcut ticaret borsalarının işleyişi üzerine bir çalışma ile birlikte yürütülmesi yararlı olacaktır. Mevcut ticaret borsaları üzerine yapılacak bir çalışma katılımcı profili ile ilgili de bilgi ileteceğinden etkinlikle ilgili çalışmalara destek olabilecektir.
5. Bu tür piyasalar kurulurken dikkat edilmesi gereken hususlardan biri de piyasanın vadesinin uzatılmasıdır. Böylelikle çiftçi daha ürününü ekerken, hasat zamanındaki olası fiyatları öğrenebilecek ve kaynak dağıtım kararlarını buna göre verebilecektir.
6. Geleceğe yönelik sözleşmeler standart mal grupları için yapılacağına göre, alım-satıma konu olacak mal standartlarının ayrıntılı olarak saptanması gerekmektedir. Örneğin, pamuk seçildiği takdirde Ege St. 1, Antalya St. 1, Çukurova St. 1 ve diğer standartlar için piyasalar açılması gerekmektedir.
7. Futures işlemlerinin konusunun ileride finansal araçları da kapsayacak şekilde genişlemesi mümkün olduğundan temel düzenlemeler SPK tarafından yapılmalı, ancak ticaret Borsalarına pratiğe dayalı düzenleme yapma yetkisi verilmelidir.

Futures piyasalarının tarımsal ürünlerde tesisi için kısa vadede yapılması gerekenleri iki ana başlık altında toplamak mümkündür:

1. Kurumsal gereklerin saptanması,
2. Mevzuat çalışması.

Kurumsal gereklerin saptanmasından kasıt bu amaçla,

- a. bir borsanın,
- b. bir takas merkezinin,
- c. aracı kuruluş ve/veya kişilerin

oluşturulmasıdır.

Mevzuat çalışması ise;

- a. Futures piyasalarının düzenleyici kurumu olarak SPK'nın veya ilgili bir başka kurumun belirlenmesi, (Burada konu ile ilgili düzenleyici otorite olarak SPK'nın saptanmasının yararlı olacağına inanılmaktadır. Her ne kadar sözkonusu olan mala dayalı bir sözleşme ise de, esasen işlem mala bağımlı olmayıp, elinde mal olmayan kişilerce de gerçekleştirilebilecektir. Sözleşmelerin tedavülünde mümkün olduğundan ortada bir mali araç bulunmaktadır. Diğer düzenlemeler için ise mal borsalarına yetki verilmelidir.)
- b. Yeni piyasa ile spot piyasalar arasındaki ilişkilerin belirlenmesi,
- c. Geleceğe yönelik sözleşmelerin niteliğinin ve içeriğinin belirlenmesi olmaktadır.

## KAYNAKÇA

- \* "A World Market Place", Chicago Mercantile Exchange Publications (1990)
- \* APAK, Sudi (1992): "Uluslararası Finansal Teknikler", Emlak Bankası Yayınları, İstanbul
- \* AYGÜNEŞ, T. (1991): "Turkey Prepares For Cotton Futures Market", Reuter Haber Ajansı, Ankara.
- \* BOZKURT, Ü. (1988): "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İktisat Bankası Eğitim Yayınları No. 4
- \* BRIMMER, A.F. (1989): "Distinguished Lecture on Economics in Government: Central Banking and Systematic Risks in Capital Market", The Journal of Economic Perspectives, Volume 3. Number 2.
- \* Carroll, B.L. (1989): "Financial Futures Trading", Butterworths, London
- \* DEMİRÇELİK, A; SOYDEMİR, S. (1989): "Geleceğe Yönelik İşlemler Piyasaları", Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara.
- \* FINK, E.R.; FEDUNIAK, R.B. (1988)  
"Futures Trading: Concepts and Strategies", New York Institute of Finance, New York.
- \* "Financial Futures and Options" Swiss Bank Corporation Publications
- \* FITZGERALD, M.D. (1983): "Financial Futures", Euromoney Publication
- \* GAZANFER, S.; ÖZMERİÇ, H. (1989): "Pamukta Futures Market Konusu ve Türkiye için Yararlanma İmkanları", Ege İhracatçı Birlikleri Yayını.
- \* HULL, J. : "Options, Futures and Other Derivative Securities", Prentice Hall.

- \* "İZMİR PAMUK KONTRAT BORSASI İÇİN KURULUŞ HAZIRLIKLARINA BAŞLANDI", Dünya Gazetesi (30 Ocak 1992), İzmir.
- \* KIRDALOĞLU, S.; Saklar, F. (1992): "Türev Ürünler: 90'ların Çağdaş Finans Teknikleri", Bankacılar Dergisi No. 7, Türkiye Bankalar Birliği Yayını.
- \* KIRIM, A. (1990): "Mali Risk Yönetimi Açısından Gelecek Piyasaları", Bankacılar Dergisi No. 3, Türkiye Bankalar Birliği Yayını.
- \* KOLB, R.W. (1988): "Understanding Futures Markets", Scott-Foresman, Glenview, Illinois.
- \* SAK, G. (1989): "Futures Piyasaları ve Bunların Türkiye'de Olabilirliğine İlişkin Değerlendirme ve Öneriler", Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara.
- \* SAK, G; DEMİRÇELİK, A. (1989): "Futures Piyasasında Kurumsal Düzenleme Önerileri", Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara.
- \* SAK, G; ÇOLAKOĞLU, S.; TEKİNCE, A. (1989): "Futures Piyasalarına Konu Olabilecek Mal Gruplarının ve İlgili Borsanın Belirlenmesi Üzerine Öneriler", Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara.
- \* SANDOR, R.L.; JONES, D. (1981): "Futures and Commodities Markets", Financial Handbook Edited by Altman E.I., Fifth Edition, John Wiley and Sons, USA
- \* Sarnoft, P. (1989): "Superleverage"
- \* UĞUZ, M. (1990): "Menkul Kıymet Seçimi ve Yatırım Yönetimi", İstanbul.
- \* Walmsley, J. (1988): "The New Financial Instruments-An Investor's Guide", John Wiley and Sons Inc., U.S.A.
- \* ZEYBEK, S. (1991): "Pamukta Yeni Sistem: Futures Market", Dünya Gazetesi (31 Temmuz 1991), İzmir.

EK : 1

DÜNYA PİYASALARI <sup>49</sup>

---

<sup>49</sup> Sak, G; Çolakoğlu, S. ; Tekince, A ; a.g.e. ek : 1

TABLO : 1 - ÇEŞİTLİ BORSALARDA İŞLEM GÖREN MALLAR, İŞLEM BİRİMLERİ, İŞLEM AYLARI VE FİYAT LİMİTLERİ

KURULUŞ YILI	İŞLEM GÖREN MALLAR	İŞLEM BİRİMİ	AYLAR	FİYAT LİMİTLERİ	ÜYE SAYISI
1848	- Buğday	5.000 Bushel	Mart, Mayıs, Temmuz, Eylül, Aralık	Bushel Başına 20 Cent	1402
	- Mısır	5.000 Bushel	Mart, May., Tem., Eylül, Aralık	Bushel Başına 10 Cent	
	- Yulaf	5.000 Bushel	Mart, May., Tem., Eylül, Aralık	Bushel Başına 6 Cent	
	- Soya Fasulyesi	5.000 Bushel	Ocak, Mart, May., Tem., Ağustos, Eylül, Kasım	Bushel Başına 30 Cent	
	- Soya Fasulyesi Ünu	100 Ton	Ocak, Mart, May., Tem., Ağu., Eyl., Ekim, Aralık	Ton Başına 10 Dolar	
	- Soya Fasulyesi Yağı (Ham)	60.000 Pound	Ocak, Mart, May., Tem., Ağu., Ekim, Eylül, Aralık		
1848	- Buğday	1.000 Bushel	Mart, May., Tem., Eylül, Aralık	Bushel Başına 20 Cent	1202
	- Mısır	1.000 Bushel	Mart, May., Tem., Eylül, Aralık	Bushel Başına 10 Cent	
	- Soya Fasulyesi	1.000 Bushel	Ocak, Mart, May., Tem., Eyl., Kasım	Bushel Başına 30 Cent	
	- Yulaf Tanesi	5.000 Bushel	-	-	
1854	- Kış Buğdayı	5.000 Bushel	Mart, May., Tem., Eylül, Aralık	Bushel Başına 25 Cent	214
1851	- İlkbahar Buğdayı	5.000 Bushel veya 1.000 Bushel	Mart, May., Tem., Eylül, Aralık	Bushel Başına 20 Cent	420
	- Hububat				
-	- Buğday (Feed Weath)	100 veya 20 Metrik Ton	Mart, May., Tem., Ekim, Aralık	Ton Başına 5 Kanada Doları	-
	- Arpa (Feed Barley)	100 veya 20 Metrik Ton	Mart, May., Tem., Ekim, Aralık	Ton Başına 5 Kanada Doları	
	- Yulaf	100 veya 20 Metrik Ton	Mart, May., Tem., Ekim, Aralık	Ton Başına 5 Kanada Doları	
	- Kolza Tohumu Yağı	20 Ton	Eyl., Kas., Ocak, Mart, Haz. (12 Aylık İleriye)	Ton Başına 1 Kanada Doları	
-	- Buğday (AET)	100 Metrik Ton	Eyl., Kas., Ocak, Mart, May., (12 Aylık İleriye Doğru)	-	
	- Arpa (AET)	100 Metrik Ton	Eyl., Kas., Ocak, Mart, May., (12 Aylık İleriye Doğru)	-	
1870	- Pamuk	50.000 Pound	Ekim, Aralık, Mart, Mayıs, Temmuz	Pound Başına 20 Cent	
	- Yün				
-	- Palmiye Yağı	25 Metrik Ton	Ocak, Mart, Mayıs, Temmuz, Eylül	Ton Başına 50-100 Malezya Doları	

TABLE : 1 - ÇEŞİTLİ BORSALARDA İŞLEM GÖREN MALLAR, İŞLEM BİRİMLERİ,  
İŞLEM AYLARI VE FİYAT LİMİTLERİ (Devam)

A R	KURULUŞ YILI	İŞLEM GÖREN MALLAR	İŞLEM BİRİMİ	A Y L A R	FİYAT LİMİTLERİ	ÜNİT SAYI
g change	1976	- Soya Fasulyesi	50 Kg. Çuvallardan 500 Adet	Ardı Ardına Gelen Her Ay En Çok 6 Aylık Sürelerle	-	
		- Pamuk	50.000 l bs (100 Bales)	Mart, Mayıs, Temmuz, Ekim, Aralık	-	
		- Şeker	50 Uzun Ton (112.000 l bs)	Ocak, Mart, Mayıs, Temmuz, Eylül, Ekim	-	
EXCHANGE	1954					
Vegetable Market Ltd.		- Soya Fasulyesi Yağı	25 Metrik Ton	Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim, Aralık	Ton Başına 20 USA Doları	
Soya Bean res on Ltd.		- Soya Fasulyesi Unu	100 Metrik Ton	Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim, Aralık, (13 Aylık İleriye Doğru)	Ton Başına 5 Pound	
rain and Feed society)		- Buğday	100 Metrik Ton			
		- Arpa	100 Metrik Ton			
ion Cocoa l Market ion Ltd.		- Kakao	10 Metrik Ton			
ree Terminal Association on Ltd.		- Kahve	5 Metrik Ton 37.500 lb			
don Wool l Market ion Ltd.		- Yün (Yeni Zelanda)	2.500 Kilo			
ted Terminal arket Association		- Şeker	50 Metrik Ton			
ercentile	1874	- Patetes				
ugar and change,	1916	- Kahve				
		- Şeker				
		- Kakao				
Mercantile	1872	- Patetes				
ns Exchange	1871	- İşlenmiş ve İşlen- memiş Pirinç				
		- Pamuk				
		- Soya Fasulyesi				
s International arkets	1964	- Beyaz Şeker				
		- Kahve				
		- Kakao				
terminal Amsterdam	-	- Patetes				

Kurumsal Yapı ve İlişkiler	COMEX	Chicago Mercantile	Chicago Board of Trade	Coffee, Sugar & Cocoa	New York Mercantile	Mid America	International Com. Clearing House (ICCH)
- Kurumsal Yapı	Ayrı Bir Bağlı Ortaklık	Takas Kurumu Borsasının Bir Parçası	Ayrı Bir Bağlı Ortaklık	Ayrı Bir Bağlı Ortaklık	Takas Kurumu Borsasının Bir Parçası	Takas Kurumu Borsasının Bir Parçası	Altı Bankanın Sahip Olduğu Ayrı Bir Ortaklık
- Üyelik İçin Gerekli Minimum Sermaye Yük.	1 Milyon \$ Net Sermaye	CTFC Kuralı, Takas Odası Komitesi Daha Yüksek Min. Sınır Getirebilir.	200.000 \$ Nominal Sermaye veya 50.000 \$ Net Sermaye ya da Fonların % 4'ü ayrılmalı (Hangisi Büyük ise)	1 Milyon \$ İşletme Sermayesi	500.000 \$ Net Sermaye	100.000 \$ Net Sermaye	Mala Bağlı Olarak 100.000 veya 1 Milyon Pound.
- Finansman Raporu Yükümlülükleri	CTFC Kuralları	CTFC Kuralları	CTFC Kuralları	CTFC Kuralları	CTFC Kuralları	CTFC Kuralları	Yıllık Rapor Üç Aylık Öz Kaynak Raporu
- Garanti Fonu Yükümlülükleri	Üzknynğa Bağlı Olarak 200.000 - 2 Mil. \$	50.000 \$	Yok	Net Sermayeye Bağlı Olarak 100.000-500.000 \$	50.000 \$	Yok	Yok
- Garanti Fonuna Katkılarını Yerine Getirmek İçin Üyelerce Kullanılan Temel Varlıklar	ABD Kamu Menkul Kıymetleri ve Banka Kredi Mektupları	ABD Kamu Menkul Kıymetleri ve Belirli Bankaların Nev. Sertifikaları (Nepotiable CDs)	Uygulanmıyor	ABD Kamu Menkul Kıymetleri Nakit veya Banka Kredi Mektubu	ABD Kamu Menkul Kıymetleri	Uygulanmıyor	Uygulanmıyor
- Marj Yükümlülükleri Hesaplaması	Net	Brüt	Net	Net ve Brüt Bileşimi	Brüt	Net	Net
- Başlangıç Marjı	Pozisyon Hacmine Göre Artıyor	Tüm Pozisyonlar İçin Sabit	Sabit	Pozisyona Göre Artıyor	Pozisyona Göre Artıyor	Sabit	ICCH Kararıyla, Pozisyona Göre Değişebiliyor
- Ödeme Şekli	Nakit, ABD Kamu Menkul Kıy., Kredi Mektupları	CME'de Nakit, INM ve OJN'de Kredi Mektubu	Nakit Kamu Menk. Kıymetleri, Kredi Mektupları	Nakit, Kamu Menk. Kıymetleri, Kredi Mektupları	Nakit, Kamu Menkul Kıymetleri	Nakit, Kamu Menk. Kıym., Kredi Mek. Külçe Altın	Nakit, Döviz, U.K. Hazine Bonoları ve Kredi Mektupları
- Marj Fonlacının Yatırılması	Falz Takas Kurumu Lehine Tahakkuk Ediyor	Falz Takas Üyelerine Tahakkuk Ediyor.	Falz Üyeler	Falz Takas Kurumuna	Falz Takas Üyelerine	Falz Takas Üyelerine	Falz ICCH'e
- Varyasyon Marjı Ödeme Şekli	Yalnız Nakit	Yalnız Nakit	Yalnız Nakit	Yalnız Nakit	Yalnız Nakit	Yalnız Nakit	Başlangıç Marjı Olarak Bazı Varlıklar Kabul Edilebilir
- Pozisyon Sınırları	Net Sermayeye Bağlı	Sabit Limit Yok, Takas Odası Komitesi Daha Büyük Pozisyon Alınması İçin Daha Fazla Sermaye Kuralı Getirebilir	Sabit Limit Yok, Takas Kurumu Birreysel Üyelerine Empoze Edebilir.	Net Sermayeye Bağlı	Net Sermayeye Bağlı	Sabit Limit Yok	Sabit Limit Yok, ICCH Yetkili

Spesifik



Kurumsal Yapı ve Düzenlemeler	C O M E X	Chicago Mercantile	Chicago Board of Trade	Coffee, Sugar & Cocoa	New York Mercantile	Mid America	International Com. Clearing House (ICCH)
- İflas Durumunda Uygulacak Prosedür:	. Takas Üyesi Varlıkları	. CM Varlıkları	. CM Varlıkları	. CM Varlıkları	. CM Varlıkları	. CM Varlıkları	. CM Varlıkları
Aktifler ve Değerlendirme Süreci	. Birliğin Garantili Fonu . Birliğin Artık Fonu . CM Net Sermayesinin % 25 veya 10 m. \$ ile Sınırlı . Takas Üyesinin (CM) Takası Yapılan İşlemleri Üzerinden Payı Oranında Yapılan Değerlendirme	. Borsanın Güvence Fonu . Garantili Fonu . Borsanın Artık Fonu . Net Sermaye Takası Yapılan İşlemler ve Açık Pozisyonlar Üzerinde Payları Oranında Sınırsız	. Birliğin Açık Fonu	. Garantili Fonu . Artık Fon . Net Sermaye % 10'u veya 10 Milyon \$ ile Sınırlı . CM İşlemleri ve Açık Pozisyon Üzerinden Yapılan Pay Oranında Değerlendirme	. Garantili Fonu . Artık Fon . Sınırsız; Tüm Borsa Üyelerince Eşit Olarak Paylaşıyor	. Borsanın Artık Fonu . Sınırsız, Tüm Borsa Üyelerince Eşit Olarak Paylaşıyor	. ICCH Sermayesi
- Üye Sayısı	76	100	155	68	85	35	450
- Garantili Fonunun Büyüklüğü (Temmuz 1982)	75 Milyon \$	29 Milyon \$	Uygulanmıyor	24 Milyon \$	2,5 milyon \$	Uygulanmıyor	Uygulanmıyor
- Artık Fon'un Büyüklüğü (Temmuz 1982)	2,5 milyon \$	30 milyon \$	14 milyon \$	7 milyon \$	6 milyon \$	6 milyon \$	15-20 milyon \$
- Yıllık İşlem (Yapılan Sözleşme) Hacmi (1981)	13.293.049	24.527.020	49.085.763	3.562.613	1.781.407	2.588.540	4.883.398
- Toplam ABD Futures İşlemlerinin Yüzde Payı (1981)	13,49	24,89	49,82	3,62	1,81	2,63	

**EK : 2**

**TÜRKİYE PİYASALARI<sup>50</sup>**

70

---

Sak, G. ; Çolakoğlu, S. ; Tekinre, A. ; a.g.e. ek : 2

TABLO : 1 - PAMUKTA BELLİ BAŞLI BORSALARIN BÜYÜKLÜKLERİ\* - A

(TON)

	EGE PAMUK	ÇUKUROVA	DiĞER	TOPLAM
ADANA <sup>(2)</sup>	9.545	10.873	58.705	79.123 ( 24,7%)
İZMİR <sup>(1)</sup>	62.756	-	55.668	118.424 ( 36,9%)
TARSUS <sup>(4)</sup>	1.575	9.275	15.508	26.358 ( 8,21%)
CEYHAN <sup>(3)</sup>	627	15.375	20.653	36.655 (11,42%)
TÜM BORSALARDA TOPLAM				328.968

\* 1985 yılı verileri kullanılmıştır.

TABLO : 2 - PAMUKTA ALT-GRUPLAR

	EGE		ÇUKUROVA		DİĞER		TOPLAM	
	TON	%	TON	%	TON	%	TON	%
ADANA	9.545	12,1	10.873	13,7	58.705	74,2	79.123	100
İZMİR	62.756	53,0	-	-	55.668	47,0	118.424	100
TARSUS	1.575	5,0	9.275	35,2	15.508	58,8	26.358	100
CEYHAN	627	1,7	15.375	42	20.653	56,3	36.655	100
DÖRT BORSA TOPLAMI	74.503	28,6	35.523	13,6	150.534	57,8	260.560	100
TÜM BORSALARDA TOPLAM	94.552	28,7	39.413	12	195.003	59,3	328.968	100

TABLO : 3 - PAMUKTA BELLİ BAŞLI BORSALARIN BÜYÜKLÜKLERİ<sup>(1)</sup> - B

	TS		MS		KOOPERATİF ALIMI		DİĞER		TOPLAM	
	TON	%	TON	%	TON	%	TON	%	TON	%
İZMİR	-	-	62.756	44,4	-	-	55.668	35,1	118.424	36,9
ADANA	-	-	5.368	3,8	15.050	73,6	58.705	36,9	79.123	24,7
TARSUS	-	-	10.465	7,4	385	1,9	15.508	9,8	26.358	8,2
CEYHAN	-	-	16.002	11,3	-	-	20.653	13,0	36.655	11,4
DÖRT BÜYÜK BORSADA TOPLAM İŞLEM	-	-	94.591	66,9	15.435	75,5	150.534	94,8	260.560	81,2
BÜTÜN BORSALARDAKİ TOPLAM İŞLEM	331 <sup>(2)</sup>	100	141.455	100	20.455	100	158.727	100	328.968	100

(1) 1985 verileri kullanılmıştır.

(2) 268 ton miktardaki işlem, Manisa Borsası'nda gerçekleşmiştir.

TS = Tüccar Satış,

MS = Müstahsil Satış.

TABLO : 4 - DÖRT BÜYÜK PAMUK BORSASINDA KATILIMCILARIN KOMPOZİSYONU (%)

	TS	MS	Kooperatif Alımı	Diğer	Toplam
İZMİR	-	53,0	-	47,0	100
ADANA	-	6,8	19,0	74,2	100
TARSUS	-	39,7	1,5	58,8	100
CEYHAN	-	43,7	-	56,3	100
DÖRT BÜYÜK BORSADA TOPLAM İŞLEM	-	36,3	5,9	57,8	100
BÜTÜN BORSALARDAKİ TOPLAM İŞLEM	0,1	44,07	6,37	49,45	100

TS = Tüccar Satış,

MS = Müstahsil Satış.

TABLO : 5 - AYÇIÇEĞİNDE BELLİ BAŞLI BORSALARIN BÜYÜKLÜKLERİ<sup>(1)</sup>

	TS		MS		TMO <sup>(2)</sup>		DİĞER <sup>(3)</sup>		TOPLAM	
	Ton	%	Ton	%	Ton	%	Ton	%	Ton	%
ÇORLU	10.783	35.6	10.747	5.6	-	-	549	3.9	22.079	9.2
EDİRNE	463	1.5	24.980	13.0	-	-	2.688	19.1	28.131	11.8
HAYRABOLU	4.960	16.4	42.084	21.8	-	-	2.784	19.8	49.828	20.9
UZUNKÖPRÜ	-	-	42.564	22.0	-	-	-	-	42.564	17.8
DÖRT BÜYÜK BORSANIN TOPLAMI	16.206	53.5	120.375	62.3	-	-	6.021	42.8	142.602	59.7
BÜTÜN BORSALARDAKİ TOPLAM İŞLEM	30.301	100	193.330	100	1.100	100	14.057	100	238.788	100

(1) 1985 verileri kullanılmıştır.

(2) 334 ton miktarındaki kooperatif satışı dahil edilmiştir.

766 ton miktarındaki TMO satışı İzmir Borsasında gerçekleşmiştir.

(3) Fabrika alımı dahil.

TABLO : 6 - AYÇİÇEĞİNDE BELLİ BAŞLI BORSALARDA KATILIMCI  
KOMPOZİSYONU (\*)

	TS		MS		TMO		DİĞER		TOPLAM	
	Ton	%	Ton	%	Ton	%	Ton	%	Ton	%
ÇORLU	10.783	48,8	10.747	48,7	-	-	549	2,5	22.079	100
EDİRNE	463	1,6	24.980	88,8	-	-	2.688	9,6	28.131	100
HAYRABOLU	4.960	1,0	42.084	84,5	-	-	2.784	5,4	49.828	100
UZUNKÖPRÜ	-	-	42.564	100,0	-	-	-	-	42.564	100
DÖRT BÜYÜK BORSANIN TOPLAMI	16.206	11,4	120.375	84,4	-	-	6.021	4,2	142.602	100
BÜTÜN BORSA- LARDAKİ TOP- LAM İŞLEM	30.301	12,7	193.330	81,0	1.100	0,5	14.057	5,9	238.788	100

(\*) 1985 verileriyle.



TABLO : 7 - SOYADA BORSA BÜYÜKLÜKLERİ<sup>(1)</sup>

	TS		MS		DİĞER <sup>(2)</sup>		TOPLAM	
	Ton	%	Ton	%	Ton	%	Ton	%
ADANA	18	100	-	-	7.235	85.1	7.253	84.9
ALAŞEHİR	-	-	23	100	-	-	23	0.3
TARSUS	-	-	-	-	1.268	14.9	1.268	14.8
BÜTÜN BORSA- LARDAKİ TOPLAM İŞLEM	18	100	23	100	8.503	100	8.544	100

(1) 1985 verileri kullanılmıştır.

(2) Çukurova Birlik Alımı

TABLO : 8 - SOYADA BORSALARDAKİ KATILIMCI KCMPOZİSYONU<sup>(1)</sup>

	TS		MS		DİĞER <sup>(2)</sup>		TOPLAM	
	Ton	%	Ton	%	Ton	%	Ton	%
ADANA	18	0,24	-	-	7.235	99,8	7.253	100
ALAŞEHİR	-	-	23	100	-	-	23	100
TARSUS	-	-	-	-	1.268	100	1.268	100
BÜTÜN BOR- SALARDAKİ TOPLAM İŞLEM	18	0,2	23	0,3	8.503	99,5	8.544	100

(1) 1985 verileriyle,

(2) Çukurova Birlik alımı.

TABLO : 9 - SUSAMDA BORSA BÜYÜKLÜKLERİ<sup>(1)</sup>

	TS		MS		DİĞER		TOPLAM	
	Ton	%	Ton	%	Ton	%	Ton	%
ANTALYA	233	14.9	307	15.7	152	19.8	692	16.1
BALIKESİR	390	25.0	581	29.7	87	11.3	1.058	24.7
GAZİANTEP	-	-	278	14.1	-	-	278	6.5
İZMİR	671	43.0	-	-	314	40.8	985	23.0
DÖRT BÜYÜK BORSANIN TOPLAMI	1.294	82.9	1.166	59.5	553	72.1	3.013	70.3
BÜTÜN BORSALARDAKİ TOPLAM İŞLEM	1.560	100.0	1.959	100.0	767	100.0	4.287	100.0

(1) 1985 Verileri kullanılmıştır.

TABLO : 10 - SUSAMDA BELLİ BAŞLI BORSALARDA KATILIMCI  
KOMPOZİSYONU (\*)

	TS		MS		DİĞER		TOPLAM	
	Ton	%	Ton	%	Ton	%	Ton	%
ANTALYA	233	33,6	307	44,4	152	22,0	692	100
BALIKESİR	390	36,9	581	54,9	87	8,2	1.058	100
GAZİANTEP	-	-	278	100	-	-	278	100
İZMİR	671	68,1	-	-	314	31,9	985	100
DÖRT BÜYÜK BORSANIN TOPLAMI	1.294	42,9	1.166	38,7	553	18,4	3.013	100
BÜTÜN BOR- SALARDAKİ TOPLAM İŞLEM	1.560	36,4	1.959	45,7	767	17,9	4.287	100

(\*) 1985 verileriyle.

TABLE : 11- ARPADA BELLİ BAŞLI BORSALARIN BÜYÜKLÜKLERİ<sup>(1)</sup>

	TS		MS		TMO		DİĞER <sup>(2)</sup>		TOPLAM	
	Ton	%	Ton	%	Ton	%	Ton	%	Ton	%
ANKARA	2.136	2.9	10.866	9.4	48.341	12.9	-	-	61.343	10.7
DİYARBAKIR	-	-	345	0.3	70.970	18.9	-	-	71.316	12.4
İSTANBUL	8.956	12.2	-	-	54.548	14.6	6.856	74.8	70.360	12.3
KONYA	872	1.2	23.358	20.1	66.420	17.7	-	-	90.650	15.8
DÖRT BÜYÜK BORSADA TOPLAM İŞLEM	11.964	16.3	34.569	29.8	240.279	64.1	6.856	74.8	293.669	51.2
BÜTÜN BORSALARDAKİ TOPLAM İŞLEM	73.389	100.0	115.882	100.0	374.879	100.0	9.160	100.0	573.310	100.0

(1) 1985 verileri kullanılmıştır.

(2) Fabrika alımları dahil.

TABLO : 12 . - ARPADA BELLİ BAŞLI BORSALARDA KATILIMCI  
KOMPOZİSYONU<sup>(1)</sup>

	TS		MS		TMO		DİĞER <sup>(2)</sup>		TOPLAM	
	Ton	%	Ton	%	Ton	%	Ton	%	Ton	%
ANKARA	2.136	3,5	10.866	17,7	48.341	78,8	-	-	61.343	
DİYARBAKIR	-	-	345	0,5	70.970	99,5	-	-	71.316	
İSTANBUL	8.956	12,7	-	-	54.548	77,5	6.356	9,8	70.360	
KONYA	872	1,0	23.358	25,7	66.420	73,3	-	-	90.650	
DÖRT BÜYÜK BORSADA TOPLAM İŞLEM	11.964	4,1	34.569	11,8	240.279	81,8	6.856	2,3	293.669	
BÜTÜN BORSA- LARDA TOPLAM İŞLEM	73.389	12,8	115.882	20,2	374.879	65,4	9.160	1,6	573.310	

(1) 1985 verileri.

(2) Fabrika alımları dahil.

TABLO : 13 - BUĞDAYDA BELLİ BAŞLI BORSALARIN BÜYÜKLÜKLERİ<sup>(1)</sup>

	TS		MS		TMO		DİĞER <sup>(2)</sup>		TOPLAM	
	Ton	%	Ton	%	Ton	%	Ton	%	Ton	%
ANKARA	51.370		48.699		157.591		-		257.659	
GAZİANTEP	70		205.815		70		-		205.955	
ZMİR	40.305		-		226.574		11.062		277.941	
KONYA	13.664		185.078		153.243		-		351.984	
DÖRT BÜYÜK BORSADA TOPLAM İŞLEM	105.409		439.592		537.478		11.062		1.093.539	
BÜTÜN BORSALARDAKI TOPLAM İŞLEM	270.058		1.191.873		1.982.942		67.093		3.511.966	

(1) 1985 verileri kullanılmıştır.

(2) Fabrika alımı dahil

TABLO : 14 . - BUĞDAYDA BELLİ BAŞLI BORSALARDA KATILIMCI  
KOMPOZİSYONU<sup>(1)</sup>

	TS		MS		TMO		DİĞER <sup>(2)</sup>		TOPLAM	
	Ton	%	Ton	%	Ton	%	Ton	%	Ton	%
ANKARA	51.370	19,9	48.699	18,9	157.591	61,2	-	-	257.659	100
GAZİANTEP	70	0,05	205.815	99,9	70	0,05	-	-	205.955	100
İZMİR	40.305	14,5	-	-	226.574	81,5	11.062	4,0	277.941	100
KONYA	13.664	3,9	185.078	52,6	153.243	43,5	-	-	351.984	100
DÖRT BÜYÜK BOR- SADA TOPLAM İŞLEM	105.409	9,6	439.592	40,2	537.478	49,2	11.062	1,0	1.093.539	100
BÜTÜN BORSA- LARDAKİ TOPLAM İŞLEM	270.058	7,7	1.191.873	33,9	1.982.942	56,5	67.093	1,9	3.511.966	100

(1) 1985 verileri.

(2) Fabrika alımları.



**MARMARA UNIVERSITY**  
**INSTITUTE OF BANKING AND INSURANCE**  
**BANKING DEPARTMENT**

**"APPLICABILITY OF FUTURES  
AND  
OPTIONS IN TURKEY'S COMMODITIES  
MARKETS"  
MASTER THESIS**

**ARZU BÜK**

**ISTANBUL 1993**

# CONTENTS

## INTRODUCTION

<b>1.</b>	<b>FUTURES AND OPTIONS STRATEGIES</b>	<b>1</b>
1.1.	The concept of forward pricing/farmer example	1
1.2.	The concept of future contract/farmer example	1
1.3.	The concept of options/another farmer example	2
1.4.	The history of futures trading and established commodities markets	3
1.5.	The history of futures options	4
1.6.	How futures work	7
1.6.1.	Description	7
1.6.2.	The basic unit	8
1.6.3.	The clearing house	8
1.6.4.	Categorization	8
1.6.5.	Price changes	8
1.6.6.	Calculating contract value	9
1.6.7.	Calculating gains and losses	9
1.6.8.	Margin and leverage	9
1.6.9.	Commissions	9
1.6.10.	Maturity of a futures contract	9
1.6.11.	The settlement	10
1.6.12.	The exchange	10
1.6.13.	The orders	10
1.7.	How options work	10
1.7.1.	Definition	10
1.7.2.	Definition of options related terms	11
1.7.3.	How options work	11
1.7.4.	Types of options	12
1.7.5.	Option risk characteristics	12
1.7.6.	General characteristics of options prices	12
1.7.7.	Options versus futures	13
<b>2.</b>	<b>PRESENT SITUATION AND LEGAL FRAMEWORK OF FUTURES AND OPTIONS IN TURKEY</b>	<b>14</b>
<b>3.</b>	<b>APPLICABILITY OF OPTIONS IN TURKEY</b>	<b>15</b>
<b>4.</b>	<b>APPLICABILITY OF FUTURES IN TURKEY</b>	<b>16</b>
4.1.	The benefits of futures markets	16
4.2.	Determination of the commodities subject to futures trading	16
4.2.1.	Governmental support	17
4.2.2.	Competitive market structure	17
4.2.3.	Exchange tradition	17
4.2.4.	Identity of consumers	18
4.2.5.	Effectiveness of spot markets	18

4.3. Main characteristics of agricultural products	18
4.4. Government intervention	19
4.5. Institutional regulations for future markets	20
4.5.1. The system in USA	20
4.5.2. The system in England	20
<b>5. A SUGGESTION FOR THE FUNCTIONING OF FUTURES MARKETS IN TURKEY</b>	<b>21</b>
<b>CONCLUSION</b>	<b>22</b>

## INTRODUCTION

The reality that present money, commodity and capital market instruments are not always sufficient in eliminating the uncertainty towards future, and reaching the desired risk profile, helped to create derivative products. The first derivative products created in the markets were forwards, swaps, futures and options, but at present the number of these kind of products are surprisingly high.

This study describes in headlines futures and options among these products. As it is more possible to adopt Turkish markets, the subject of futures markets has been investigated in more detail and recommendations for the institutional framework needed for the foundation of the market has been brought. For this purpose, the group of commodities, exchanges and markets that can be subject to futures transactions has been investigated and possible regulations have been examined.

To form a basis for the debate, the first chapter describes in detail the basic understanding of the futures and options and how they work abroad. Second chapter includes present working of futures and options in Turkey and the legal framework. Third and fourth chapters argue whether these instruments are applicable in Turkey's markets or not, and as futures are thought to be more easily applicable, a possible futures market scenario is given in the fifth chapter.

## **1. FUTURES AND OPTIONS TRANSACTIONS**

### **1.1. The concept of forward pricing/farmer example**

To lay the groundwork for our understanding of futures markets, we will begin with an agricultural example, because futures trading originated in the realm of agriculture. In this imaginary world, let us place a cotton farmer who in the late summer of one year looks over his fields and estimates that, come October, he will harvest 50,000 pounds of cotton. He also knows from conversations with fellow farmers that local merchants are presently willing to pay 60 cents per pound for the grade of cotton he expects to produce. Because his cost of production is 50 cents per pound, the farmer is concerned that a drop in prices from present levels could cut deeply into this year's earnings. A drop of more than 10 cents per pound would actually produce a loss on each point he harvests.

Wanting to avoid the possibility of a loss, this enterprising farmer calls a textile mill and asks: "What price would you be willing to guarantee me now for cotton that I will deliver to you two months from now in October?" The manager of the textile mill, meanwhile is concerned that recent adverse weather in other parts of the Cotton Belt will result in a smaller-than-expected supply and higher prices at harvest time. Because he has already committed to deliver a quantity of cloth to a clothing manufacturer in late fall, he is concerned, that a rise in the price of raw cotton will reduce or eliminate his profit margin. He thinks to himself that he would be pleased to be guaranteed supply of raw cotton in October at today's price of 60 cents per pound. He makes this known to the farmer. After a little friendly haggling they agree on a price of 60 1/2 cents per pound. This agreed on price is known as a "forward price "because it is an expression of the value of something that is to be delivered at a future date.

### **1.2. The concept of future contract/farmer example**

As the concept of forward trading gained wide acceptance in our imaginary world, a significant problem arose. The problem was that practical utility of forward contracts was limited by a lack of flexibility. Suppose that the textile mill's customers wanted earlier delivery of their finished cloth than the mill had

anticipated and that the mill would need raw cotton by late September to meet its revised schedule. This would force the owner to find an alternative source of cotton that would be available earlier and might leave him with no use cotton to be delivered on October 15. In other words, the textile mill would lack the flexibility to deal with changing delivery requirements as well as with changing price expectations. The success of the forward contract concept depended on greater "liquidity".

To increase the liquidity of their forward contracts, the cotton traders in our imaginary world devised a plan that consisted of the following:

1. They would provide a central meeting place, known as an "exchange", where forward trading could be conducted.
2. The forward contracts, that were traded on this exchange would be standardized in terms of quantities, grades, delivery dates and delivery locations.
3. To instill further confidence in its contracts the exchange would impose substantial financial requirements on its participants, including the depositing of security with the exchange by each party to a contract.

The exchange would call its contracts "future contracts" to distinguish them from forward contracts that were created outside the exchange and it would call itself a "futures exchange".

### **1.3. The concept of options/another farmer example**

If a farmer enters into a forward or futures contract to sell corn at \$ 2.50 per bushel in December, he is obligated to perform on that contract even if corn prices should later rise to \$ 3.50 or \$ 4.00 per bushel.

If a farmer purchases an option contract to sell corn at \$ 2.50 per bushel in December, he retains the right to cancel the contract -as he would obviously want to do if corn prices rose to \$ 3.50 or \$ 4.00 per bushel.

Clearly, whoever is on the opposite side of this contract would recognize that this cancellation privilege gives the farmer a much more advantageous position and would want the farmer to pay for this privilege. The price paid is known as the option premium. In other words the farmer has insured himself against corn prices falling below \$ 2.50 per bushel. The option premium paid for this insurance against possible misfortune in the form of falling prices is analogous to the insurance premium that might be paid to protect against misfortune in the form of fire or flood.

#### **1.4. The history of futures trading and established commodities markets**

As the futures markets have gained international recognition, various market historians have attempted to identify the first futures exchange or evidence of futures trading. Some claim that as early as the 17th century, contracts for forward delivery of rice were traded in Japan. Others recall medieval trade fairs or the contracts for the forward pricing of rubber and tea which were traded in the coffee houses of London in 1820s. Despite the historical controversy, one fact is clearly evident. In recent years, it is the midwestern US city of Chicago which has enjoyed the acclaim of being the largest center of futures trading in the world.

Chicago's location at the base of the Great Lakes and at the north-east of the Great Plains made it a logical market center for grain farmers to meet with the merchants of the populous East Coast. However, the markets were subject to tremendous price volatility due in part to the erratic nature of the harvest schedule, a lack of storage facilities and transportation links in and around Chicago, and the absence of practical methods of determining the quality or quantity of goods delivered.

In 1848, a group of local merchants founded the Board of Trade of the City of Chicago, to redress the abuses in the grain market by establishing and promoting more orderly methods of handling the farm produce. The early objectives of the Chicago Board of Trade were to maintain a commercial exchange; to promote uniformity in the customs and usages of merchants; to establish principles of

justice and equity to trade; to facilitate the speedy adjudication of business disputes; to acquire and disseminate valuable commercial and economic information; and generally to secure for its members the benefits of cooperation in the furtherance of their legitimate pursuits.

These honourable ideals were translated into practical measures and the benefits of founding a centralised grain exchange were soon recognized in the cash markets. Eventually contracts were being negotiated for grain scheduled to arrive after harvest, subject to the standards established by the Board of Trade. However, forward trading was not without its own drawbacks. Despite a standardization of certain elements, many of the terms of the contracts were still individually negotiated on the basis of the reliability and reputation of the trading counterparty, the quality and quantity of the commodity and the circumstances of trade. To promote financial integrity, it gradually became the accepted practice to negotiate the deposit of an amount of cash with a neutral third party.

By the 1860s, the system of ad.hoc forward contracting evolved into futures trading on the centralised market place in contracts standardised in every aspect but price. A clearing house was established to collect mandatory margin requirements and to review and accept all of the exchange traded contracts. Other cash market exchanges adopted standards for futures trading as well, first in storable commodities such as grains and cotton and later in perishable commodities such as eggs and livestock. One such exchange, the Chicago Butter and Eggs Board was later renamed the Chicago Mercantile Exchange to reflect the wide array of its listed futures contracts in line cattle, pork bellies, grains, lumber and potatoes. Following the success of these contracts, this exchange was largely responsible for recognizing in the early 1970s, that the theories of agricultural commodity futures trading could be applied to the commodity of money.

### **1.5. The history of futures options**

Nearly all traders today think of options on futures as a new financial instrument that was authorized by the CFTC in 1982. While it is true that exchange-listed



trading in options on futures dates from 1982, options in other forms have played a role in the US futures business almost since its inception.

Options became a fixture on the Chicago Board of Trade when the Civil War brought greater trading activity and volatility to the grain markets in the 1860s. These options were often referred to as privileges and differed from modern-day options in two respects. First, they were usually of very short maturity-often overnight. They were viewed as an alternative to liquidating a position by traders who did not want to carry overnight risk. Second, they were not officially authorized by the exchange. In fact, they were widely viewed as being illegal under Illinois state law, which put the CBOT in a rather awkward position.

A somewhat vague Illinois statute that prohibited options trading was passed in 1874 but was unsuccessful in stopping a practice that many traders had come to regard as an important weapon in their trading arsenal. The CBOT spent decades walking a fine line between the law and the wishes of its membership. The exchange regularly spoke out against options trading but took no forceful action to prevent it. Because options were traded member to member, rather than through a clearing entity, this laissez-faire stance permitted privilege trading to continue.

Trading in options ebbed and flowed for decades, centering on overnight puts and calls on grain futures on the Chicago Board of Trade. However, this option activity ended abruptly following a dramatic collapse in wheat futures on July 20, 1993. The plunge in prices, from \$ 1.07 per bushel to 90 cents per bushel, was precipitated in part by the failure of E.A. Crawford & Co. This company was a trading enterprise whose principal, Edward A. Crawford, had risen from obscurity to become one of the largest grain market speculators in the country. Crawford was estimated to hold more than 20 million bushels of various grains when prices plunged, and E.A. Crawford & Co. was suspended from the CBOT for "inability to meet obligations."

Rightly or wrongly, options were blamed in part for both contributing to excessive volatility and for precipitating a sudden decline in farm prices. Option trading ceased following the July 1933 grain price collapse and did not resume

until October 6, 1935, when limited trading in overnight "privileges" was resumed at the CBOT. The resumption was short-lived, though, because the Commodity Exchange Act of 1936 banned all trading in options or privileges on regulated commodities.

This ban on the trading of options on regulated commodities all but eliminated commodity options and futures options from the U.S. financial scene for nearly four decades. However, a small number of hedgers and sophisticated speculators traded options on such items as cocoa, coffee, and sugar in the London markets, where no prohibitions existed and where commodity options trading was only modestly active but nonetheless reputable.

When commodity price volatility began to increase in the early 1970s, a broader spectrum of traders became intrigued by the potential benefits of options. Several entrepreneurs noticed that the legal ban on commodity options did not extend to unregulated commodities, which meant that US agricultural products such as grains and livestock were the only important market segments that were statutory off limits to options trading. Cocoa, coffee, sugar, silver, and copper were among the products not affected by the legislation of the 1930s.

The most aggressive of the commodity options entrepreneurs was Harold Goldstein. His company, Goldstein, Samuelson Inc., started on a shoestring in 1971 and was selling options at a rate of about \$ 50 million annually (premium value) by late 1972. Unfortunately, Goldstein, Samuelson was essentially writing naked calls. When prices rose, early buyers of these calls were able to be paid off only with the premiums paid by later investors. By early 1973, the Goldstein, Samuelson house of cards collapsed, leaving its customers with losses estimated at up to \$ 30 million. Harold Goldstein was convicted of mail fraud in California and served a brief prison term.

The Goldstein, Samuelson affair was among the considerations that led to the formation of the CFTC in 1974. As we discussed in Chapter 6, the CFTC was given regulatory jurisdiction over all futures trading, and it broadened the long-standing ban on agricultural options to include all commodities and futures contracts in the United States.

However, the fledgling regulatory body soon found itself faced with another type of options scandal. Various firms began to buy legitimate London commodity options and to resell them at exorbitant market ups to unsophisticated investors who had no idea what the options were really worth. A cottage industry of high-pressure telephone sales organizations sprang up in 1977 and 1978, and stories began to circulate of people's life savings disappearing into hugely overpriced (and often nonexistent) commodity options. The quintessential practitioner of this business was an escaped convict named Alan Abrahams. Using the alias James A. Carr, he established a Boston firm named Lloyd, Carr, and Co., which specialized in the marketing of London commodity options. Largely as a result of Lloyd, Carr's activities, the CFTC banned the sale of London commodity options in the United States as of June 1, 1978. Only a handful of established and legitimate metals dealers were specifically permitted to continue their commercial options activities.

The CFTC ban effectively halted the trading of options on commodities and futures in the United States. However, it did so at the cost of eliminating entirely the use of options for many legitimate and productive purposes. After extensive research and consultation with the futures industry and prospective commercial users, the CFTC concluded that the most effective way to both make the benefits of options available in the U.S. marketplace and to prevent recurrence of abuses would be to permit trading in options on futures only on designated contract markets (futures exchanges) that are subject to CFTC regulation. This decision led to the pilot options program of 1982, which has since been expanded to include options on a wide variety of futures contracts.

## **1.6. How futures work**

### **1.6.1. Description**

A forward contract represents a formal agreement between two parties to make and to take delivery of a specific quantity and quality of a commodity at a specific location and future time. A futures market is basically an organized forum for the trading of forward contracts that, to promote liquidity have highly

standardized terms. Therefore, a futures contract is a formal agreement between two parties to make and to take delivery of a specified quantity and quality of a particular underlying item, at a specified location and time, under the rules of a recognized exchange. The prices at which these contracts are struck are determined by free competition among participants on the floor of the exchange. The buyer, known as the "long", agrees to take delivery of the underlying asset. The seller, known as the "short", agrees to make delivery.

### **1.6.2. The basic unit**

Each futures contract has a standardized unit of trading that is established by the exchange on which trading takes place. For example, on the International Monetary Market of the Chicago Mercantile Exchange 125,000 DEM makes up a contract.

### **1.6.3. The clearing house**

The most active role of this institution is being a kind of guarantor for the parties without taking an active position. Therefore it is not necessary for the parties to trust each other, to see each other or even to know each other. It also realizes all the settlement activities.

### **1.6.4. Categorization**

The contracts are often categorized as (1) grains and oilseeds, (2) livestock and meat, (3) food and fiber (4) metals and petroleum, (5) wood, (6) financial, and (7) indexes.

### **1.6.5. Price Changes**

The minimum amount by which a commodity's price can change is established by the exchange and is known as the "minimum fluctuation" or "tick".

### **1.6.6. Calculating Contract Value**

The value of a contract is simply its size multiplied by its prevailing price. For example a DEM currency future with a price of \$0.6062 and a contract size of DEM 125,000 has a contract value of  $\$0.6062 \times 125,000 = \$75,775$ . So in a way contract value is the US\$ equivalent of a contract.

### **1.6.7. Calculating Gains and Losses**

The change in value of any contract is the difference between the price when the contract was first entered into and the current price, multiplied by the number of units called for in the specification of the contract.

### **1.6.8. Margin and Leverage**

Every holder of a contract must deposit with his brokerage house a certain amount of money to guarantee performance on the contract. This deposit is known as margin, and its size plays an important role in the explanation of why futures trading can be both very risky and very profitable. The value of the position is recalculated everyday according to the current prices and in case of a loss, that amount is deducted from the margin. If the deposited amount falls below a certain level, the investor is invited to add it up.

### **1.6.9. Commissions**

Commission rates are subject to negotiation and varies from \$ 15 to \$ 50 per contract (round turn rate) depending on the transaction volume.

### **1.6.10. Maturity of a futures contract**

The life cycle of futures contracts continues as long as trading activity remains healthy and vital year after year, new delivery months are listed as old ones expire in delivery.

### **1.6.11. The Settlement**

The vast majority of futures trades are settled by offset rather than actual delivery. In settling by offset, a trader's daily gain or loss is deducted from his margin and he is required to add to his margin to complete it up to a required minimum maintenance margin.

### **1.6.12. The Exchanges**

Futures transactions take place in organized exchanges. Most important ones among these are Chicago Board of Trade (CBOT), New York Futures Exchange (NYFE), Chicago Mercantile Exchange (CME), Philadelphia Stock Exchange, Singapore International Monetary Exchange (SIMEX), and the ones in London and Toronto.

CBOT is the oldest and the biggest among these and the exchange is a voluntary institution formed by members.

### **1.6.13. The Orders**

The most common types of orders are as follows:

- Limit orders
- Market if touched orders
- Market orders

## **1.7. How options work**

### **1.7.1. Definition**

There are two basic definitions

- An option is the right, but not the obligation, to buy (in the case of a call option) or to sell (in the case of a put option) a particular item at a predetermined price on or before a specific date.

- An option is a forward or futures contract that may be canceled prior to maturity if one of the two parties involved so chooses. The party who has the cancellation privilege is the buyer of the option.

### 1.7.2. Definitions of Options - Related Terms

- **Exercise Price (Strike Price)** The price at which the holder of an option may buy the underlying item (in the case of a call option) or sell the underlying item (in the case of a put option)
- **Intrinsic Value:** The value that an option would have if it were to expire immediately. (The difference between the price and exercise price)
- **Premium:** The price of an option (Intrinsic value + time value)
- **Time Value:** The amount by which the price of an option exceeds its intrinsic value.
- **Write:** To sell an option.

### 1.7.3. How Options Work

For a call option:

a. if market value > exercise price

The option is exercised. Buy at exercise price and sell at Market price.

Intrinsic value: market value - exercise price

Intrinsic value > 0

The option is in the money.

b. if market value < exercise price

The option is not exercised.

Intrinsic value = 0

The option is out of the money.

For a put option: The reverse is valid.

In the case that an option is out of the money the cost is the money tied to the premium for an option that has turned out to be unprofitable to exercise.

#### **1.7.4. Types of Options**

**American Option:** An option that may be exercised at any time prior to its expiration.

**European Option:** an option that can be exercised only at its expiration, not before.

#### **1.7.5. Option Risk Characteristics**

The most important difference between options and futures is the risk profile. Regardless of whether one buys or sells a futures contract, the risk and the reward are both limited only by the fact that prices will not fall below zero. Options, on the other hand, possess more limited risk for the buyer and more limited reward for the seller. The buyer cannot lose more than the total amount paid for the option (the premium). For the seller (or writer) the premium received is the maximum possible profit. However, the seller's potential losses and the buyer's potential profits are unlimited.

#### **1.7.6. General Characteristics of Options Prices**

Four factors contribute to this valuation.

1. The relationship between the option's exercise price and current futures prices.



2. The time that remains before the option expires (Time decay)
3. The prevailing level of interest rates
4. The expected volatility in the price of the item underlying the option.

### **1.7.7. Options Versus Futures**

- In the case of a futures contract, the buyer has unlimited profit potential and risk. In options, the buyer of an option has a limited risk up to the premium and an unlimited profit potential, whereas the seller has a limited profitability and an unlimited loss probability.
- In the case of futures margins are good faith deposits and no money flows between buyer and seller when the futures positions are initiated whereas the seller of an option receives the premium at the outset of the transaction.

Buying options will tend to appeal to traders who are risk averse, while selling options will strike a resonant chord with those who value guaranteed cash flow. In addition, the options-vs.-futures choice will be influenced by one's view of the relative probabilities that various types of price movement might occur. Some of these are:

- If you know with absolute certainty how prices were going to change, you would always be a buyer or seller of futures.
- if you were reasonably sure that prices would rise but believed there was a small possibility that they could fall sharply, then buying a call option would usually be the best strategy.
- If you believe that prices will change substantially but have no idea in which direction, you would want to buy both a call option and a put option. This is a pure volatility trade.
- If you know with absolute certainty that prices were not going to change at all, your best strategy would be to sell options.

## **2. PRESENT SITUATION AND LEGAL FRAMEWORK OF FUTURES AND OPTIONS IN TURKEY**

There is no specific regulation at present for futures and options operations. The new Capital Market Law dated 13/5/1992 gives the authority to regulate the futures contracts on commodities, the exchanges and the personnel to work in these exchanges to SPK (Capital Market Board). On the other hand present commodity exchanges in Turkey have their own law and this law authorizes the Ministry of Industry to regulate these exchanges. In this situation, if futures and options were to start right now, it is probable to witness a legal chaos. It is expected that before a futures or options market starts in Turkey, a separate law regarding these transactions becomes operational.

Although there is no specific regulation, there is nothing against futures and options in Decree No. 32. So presently banks buy futures contracts from abroad and either sell them to customers or keeps them as fx position in their own portfolio. The main reasoning behind this operation is to eliminate foreign exchange transaction tax generated out of spot fx transactions. Banks also buy options from foreign exchanges and sell them to companies which use them for usually hedging purposes. However there is no bank at present which writes options, and all the above mentioned future and option transactions are very few in number.

### **3. APPLICABILITY OF OPTIONS IN TURKEY**

Options are one of the best indicators of the future direction of capital markets. They reflect the view of the investors for the performance of the securities and therefore they prevent unnecessary price fluctuations resulting from unexpected events. Options also serve as a Capital Market Investment Insurance. Just like the insurance premium, it is guaranteed that the value of a security or an investment fund will not be below a certain level in return for a price called option premium.

On the other hand in the countries where sufficient legislation and regulation does not exist, they may cause exaggerated price fluctuations. In case of the option writer not fulfilling his obligations, options may also cause big crises in the markets. The city of Chicago, where options were traded even before they were legalized, witnessed such events. After the sudden fall of prices in 1993, "E.A. Crawford & Co.", one of the biggest speculators of the market, who was sitting on a huge stock of wheat was put in a position not able to fulfill his obligations and was accused of causing a dramatic fall in the wheat prices. Following this, options trading was banned for a while in US. Similarly in 1971, "Goldstein, Samuelson Inc." left his customers with a loss of 30 million dollars and went bankruptcy because the prices went sharply down just at a time he had gone through lots of short selling. After options were banned in US, the options brought from London which were mostly over priced and even without a physical contract, caused many investor to face real losses.

For Turkey, to make the benefits of options available and at the same time to prevent possible harms, options must be applied on futures contracts which have a solid legal background. For the time being Turkey does not possess the necessary legal and financial conditions for an options exchange; therefore would be better first to form a futures market, to bring it to a certain level of maturity and then start the studies for an options exchange. For this reason this study will focus on the formation of a futures market in Turkey.

## **4. APPLICABILITY OF FUTURES IN TURKEY**

### **4.1 . The benefits of futures markets**

The benefits of the futures markets for the economic units can be summarized as follows:

- In Futures Markets, there is a price determination mechanism which reflects a broad spectrum of contributors. The collective expectations for future prices help the producers for their production and sales decisions.
- In the same manner the consumers who use the above mentioned commodities as inputs in the production of final goods can make their cost calculations and selling connections easily by using these price signals. At the same time it can be possible to apply a more optimal stocking policy.
- Futures transactions help producers and consumers to protect themselves against risk and to pass this risk to speculators who welcome it.

However, the important point that needs attention here is the presence of a system where the spot markets work in an efficient and competitive manner to make this benefit available. In the opposite case where there exists segmented spot markets open for manipulations, futures markets can cause problems and may even cause the stability of the spot market to be distorted.

- Thanks for the deposit margins and the daily settlement system futures transactions have no problem for the fulfillment of the obligations of the counterparty.

### **4.2. Termination of the commodities subject to futures trading**

Most of the commodities that are produced in Turkey and traded in the exchanges can be subject to futures transactions, but starting with one single commodity can increase the probability of success. Later on, in the light of the accumulated experience the number of the commodities can be increased.

#### **4.2.1. Governmental support**

The main principle in determination of this one single commodity is being subject to governmental support. The reason for this choice is substitutability of governmental support by future markets and vice versa. Government intervention, up to now has tried to keep stability in agricultural production and to eliminate price fluctuations. For 1987-1988 the commodities which had a floor price application are six in number:

- a. wheat
- b. barley
- c. cotton
- d. sugar beet
- e. seeds with oil
- f. tobacco

#### **4.2.2. Competitive market structure**

Second principle is a competitive market structure. There should be sufficient number of buyers and sellers. In this regard,

- a. Sugar beet can be excluded. In the sugar beet market, state is the only buyer and this can affect the functioning of the futures market badly.
- b. For tobacco also, the only buyer within the country is the state. It can be sold abroad, but in this case the futures market can help the stocking policies of the tradesman, not both of producers and consumers.

#### **4.2.3. Exchange Tradition**

Another principle is the presence of an exchange tradition. This principle is important to increase contribution to the market. Using the exchange channel in transferring the commodity from the farm to the consumer is accepted as a guarantee of an accumulation of knowledge and consciousness in price determination mechanism.

#### **4.2.4. Identify of Consumers**

If the consumers are industry groups which can act in accordance with a plan, it is easier to get into forward price deals. In this regard it can be logical to choose textile industry and the commodity of cotton.

#### **4.2.5. Effectiveness of spot Markets**

It is important for the markets to work effectively. They should not be easily manipulated.

Out of all these factors, cotton looks like the most advantageous commodity to start a futures market with its high trading volume, conscious markets, easier stocking policies and so on.

### **4.3. Main characteristics of agricultural products**

Price and income instability, resulting from inelastic supply and demand, make up the main characteristic of these markets. As production is dependent upon natural periods of time, seasonal price fluctuations occur. While production is subject to natural interruptions the demand is continuous and this causes problems.

Fluctuations in the prices of inputs and the expectations of producers also cause fluctuations. Among the demand related reasons are the changes in income levels of consumers and the price fluctuations of substitutes.

In the harvest time when the product comes to the market, the prices tend to fall and later on until the new harvest they tend to increase. In storable commodities these price fluctuations can be prevented for a certain level, but commodities that cannot be stocked for a long time does not have this opportunity.

As a result application of futures markets can decrease price fluctuations to some extent by supplying an efficient flow of information for the producers and consumers and an efficient stock policy for the merchant.

#### **4.4. Government intervention**

In many countries without future markets, government intervention is the most common method to bring stability to the market. The policy used for intervention is the State's making purchases from the market in the harvest time, to stock those commodities and selling them in the market in the times when there is very little supply. In this way the producer is guaranteed a minimum price level. Although there is no clear description in literature for the superiority of future markets to government intervention, it is expressed that future market is more preferable cost-wise. It is also clear that it is a solution created within the market mechanism. It is also observed that two systems can work together.

Another important point is government's intervention in the future markets. Presence of speculators is vital for markets because they take the risk from the produces and the consumer. But when the government steps in, the risk is unlimited and the speculator might be unwilling to take it. Also all the policies like restrictions in imports and exports in related products can effect the market badly. So all the governmental regulations must take place in a way not to harm the market mechanism.

In the US the farmer is also supported by the government. It is not by means of direct purchases, instead they give loans to the farmer and blocks some of his product.

When government intervention and futures markets are compared as methods of eliminating price fluctuations in commodity markets, futures markets have the advantage of stabilizing the farmers' income, not only the price of commodity. Because the farmer has the advantage of guaranteeing himself to the extend that he desires. He can sell some portion of his product in the futures market and can risk the other portion.

#### **4.5. Institutional regulations for future markets**

While making the regulations, following points should be paid attention:

- i. The importance of credibility
- ii. The benefits of making the regulations in a global perspective.
- iii. The necessity of making the regulations in line with the present exchange practices.

As a result following recommendations can be put forward:

- i. Related regulations must be prepared by S.P.K.
- ii. The selection of commodities must be left to regulatory authority.
- iii. Needed precautions must be considered against systematic risk.

##### **4.5.1. The system in USA**

In the USA there are strictly defines rules and institutions as regulatory bodies. The first regulation came up in 1922 namely "Commodity Exchange Act". The main authority for futures operations is Commodity Futures Trading Commission (CFTC). As financial futures gained wide acceptance, the responsibilities of SEC (Security Exchange Commission) and CFTC caused some uncertainties. Futures Trading Act, in 1982, separated these responsibilities. Now SEC has the authority security on options, and CFTC has the authority on rest. The exchanges also have their own regulatory bodies.

##### **4.5.2. The system in England**

Traditionally future markets in England have been self-regulatory systems. Central Bank of England has some control on the exchanges but it is rather a passive role.



## **5. A SUGGESTION FOR THE FUNCTIONING OF FUTURES MARKETS IN TURKEY**

It can be advised that the functioning of the market should be in line with the world applications. The stock exchange chosen for this purpose should be well equipped. Most futures exchanges transactions are realized with open outcry system. It is believed that best application for Turkey is to adopt continuous market system. The orders must be realized by exchange members within the exchange building. The price limits must be determined in line with the present exchange practice. For cotton, it can be advised that maximum daily change limit should be 10 percent of unit price and the price intervals 50 TL. For cotton the months of contracts can be determined as March, May, July, October and December to be in line with the World applications.

Main types of orders can be Market orders, limit orders and stop orders. Futures contracts should be highly standardized. To create the necessary trust for the system, the clearing house should better guarantee the performance of the contract. Margin systems also should better be similar with other future exchanges. For cotton it can be advised that initial margin can be applied with percentages ranging from 1 to 5.

To prevent systematic risk the brokerage houses should better be not able to give loans to their customers for this purpose. And the initial margins and the additional ones should be collected from the customer.

## CONCLUSION

This study describes in the first chapter the basic understanding and working of futures and options markets. Second chapter focuses on the present working and legal framework in Turkey. Third chapter discusses applicability of options in Turkey's markets and it is concluded that it is rather early to start options, because of the risks inherent in the immature markets. It can be better first to settle future markets as described in the fourth chapter and to start with one single commodity and this single commodity should better be cotton because of its trading volume, competitive structure and its marketability abroad. A suggestion of the foundation of a future market is given in the fifth chapter.

Studies for the foundation of a futures market in Turkey gained momentum in the recent days. Finance Minister and State Minister have supported cotton as the first commodity to be traded and Izmir Ticaret Borsası as the first futures exchange. The studies are handled by a group of experts.

What has to be done from now on is instead of a complete adaptation of a foreign model, to make a new organization in line with Turkey's own requirements. The framework for this organization must be very well defined. This is a quite time consuming job, but when one takes into consideration the recent reforms in the field of finance in Turkey, it is possible to approach this subject optimistic.

Here are some recommendations for establishment of futures markets:

- i. Taking into consideration the risk resulting from the devaluation of TL against US Dollar and to attract the attention of foreign investors, it can be thought that the best way for the quotations is to make them in US Dollar basis. This system can prevent heavy paper work in daily settlements resulting from the devaluation differences and it can best be applied for commodities subject to foreign trade like cotton.

- ii. The markets must attract sufficient number of investors and there must exist sufficient number of speculators. In order to help the market's information transfer facility, participation procedures must be easy, and the denominations and the minimum amounts must be low enough to attract low-volume investors.
  
- iii. The studies for future markets must go on in line with the studies of spot markets, because future markets are very much dependent on spot markets. Spot markets must have a large participant profile, should be well established and not easily manipulated.

Initial steps can be grouped under two main headings. The first one among these is determination of institutional needs, namely formation of a stock exchange, a clearing house and the brokerage houses. The second one includes regulatory steps. SPK should be determined as the regulatory body and then, the relationships between the spot and future market and the characteristics of the futures contract should be determined.