

T.C.
AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

VADELİ İŞLEMLER PİYASALARININ GENEL TEORİK YAPISI
VE TÜRKİYEDE UYGULANABİLİRLİK KİSTASLARI

Funda Küçükkubaş AKAY

Danışman
Doç.Dr. Şükrü ERDEM

İktisat Anabilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi

Antalya - 2003

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Bu çalışma jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalı YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

İmza

Başkan:

Üye (Danışman):
Doç. Dr. S. T. İmza

Üye:
Yrd. Doç. Dr. Seyhan İmza

Üye:
Yrd. Doç. Dr. Mehmet İmza

Üye:

Onay: Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.

...../...../.....

.....

İmza
Müdür

İÇİNDEKİLER

ÖZET	iii
ABSTRACT	iv
GİRİŞ	1
<u>I. BÖLÜM</u>.....	6
<u>VADELİ İŞLEMLER PİYASASININ ÖZELLİKLERİ</u>	6
<u>1.1 Vadeli İşlem Piyasalarının Tarihçesi</u>	6
<u>1.2 Vadeli İşlemler Piyasasının Tercih Edilmesinin Nedenleri ve Faydaları</u>	8
<u>1.2.1 Vadeli İşlemler Piyasalarının Yararları</u>.....	8
<u>1.2.2 Vadeli İşlem Piyasalarında İşlem Yapan Yatırımcıların Temel Amaçları</u>	9
<u>1.3 Vadeli İşlem Piyasalarının Ürünleri ve Özellikleri</u>	13
<u>1.3.1 Opsiyon Sözleşmeler</u>.....	13
<u>1.3.1.1 Opsiyon Terimleri</u>	14
<u>1.3.1.2 Opsiyon Piyasası İşlemleri</u>	15
<u>1.3.1.3 Opsiyon Fiyatının (Opsiyon Primi) Belirlenmesi</u>.....	16
<u>1.3.1.4 Kaldıraç Etkisi</u>	19
<u>1.3.1.5 Opsiyon Sözleşmelerine Konu Ürünlerde Aranan Temel Özellikler</u>	21
<u>1.3.2 Futures Sözleşmeler</u>.....	23
<u>1.3.2.1 Futures Piyasaların Özellikleri</u>	24
<u>1.3.2.2 Futures Piyasaların İşeyiş ve İşlem Amaçları Futures Piyasaların Temel Amaçları</u>.....	29
<u>1.3.2.3 Futures Piyasaların İşleyişi</u>.....	31
<u>1.3.2.4 Yatırımcı Emir Çeşitleri</u>	33
<u>1.3.2.5 Futures Piyasalarında Hesap Kapamalar</u>	33
<u>1.3.2.6 Futures Piyasalarda Sözleşme Türleri</u>	36
<u>1.3.2.7 Vadeli İşlem Fiyatlarının oluşumu</u>	40
<u>II.BÖLÜM</u>.....	43
<u>DÜNYADA VADELİ İŞLEM PİYASALARI VE GELİŞMELERİ</u>	43
<u>2.1 Başlıca Vadeli İşlem Borsaları ve Endeksleri</u>	43
<u>2.2 Dünyada Futures (Vadeli) İşlemler : Fransa ve Brezilya Örnekleri</u>	47
<u>2.2.1 Fransa’da Futures İşlemleri</u>	48
<u>2.2.2 Brezilya’da Futures İşlemleri</u>.....	50

III . BÖLÜM	54
<u>TÜRKİYEDE VADELİ İŞLEMLER PİYASASI'NIN GELİŞİMİ</u>	54
<u>SORUNLARI VE ÇÖZÜM YOLLARI</u>	54
<u>3.1 Türkiye'de Vadeli İşlemler Piyasasının Önemi ve yapılan çalışmalar.</u>	54
<u>3.2 Türkiye'de Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişememe nedenleri</u>	59
<u>3.2.1 Ekonomik Nedenler</u>	59
<u>3.2.2 Siyasal Nedenler</u>	63
<u>3.2.3 Psikolojik Etkenler ve Ahşkanlıklar</u>	63
<u>3.2.4 Örgütlenmiş Borsaların Yetersizliği ve Gelişmemiş Olmaları</u>	64
<u>3.3 Türkiye'de Vadeli İşlemler Piyasasının Yerine Çalışan İkame Piyasalar</u>	65
<u>3.4 Vadeli İşlemler Piyasasının Türkiye'de Uygulanabilirliği ve Öneriler</u>	65
<u>3.5 Vadeli İşlem Piyasası Kurulurken Gözetilecek Hususlar</u>	66
<u>3.6 Vadeli İşlemler Piyasası Kurulurken İzlenecek Aşamalar</u>	69
<u>3.7 Türkiye'de Yatırım Yapacak Olan Bireyler Kurumlar ve Özellikleri</u>	70
<u>3.7.1 Yatırımcı Grupların Özellikleri</u>	70
<u>3.7.1. 2 Kişisel Yatırımcılar</u>	71
<u>3.7.1.3 Yerli ve Yabancı Kurumsal Yatırımcılar</u>	72
<u>SONUÇ</u>	75
<u>KAYNAKÇA</u>	77
<u>EK - VADELİ İŞLEM PİYASALARIYLA İLGİLİ KAVRAMLAR</u>	80
<u>ÖZGEÇMİŞ</u>	82

ÖZET

Günümüz ekonomilerinde, piyasa oyuncularının üzerinde durdukları en önemli etkenlerden bir tanesi de “risk” faktörüdür. Vadeli İşlemler Piyasasının ortaya çıkışı ise , risk denilen unsuru ortadan kaldırmaktır. Bundan dolayı, bu piyasalar günümüzde hayli önem kazanmıştır. Özellikle A.B.D’de bu piyasalar ekonomide belirleyici etken olmuştur. Vadeli İşlemler Piyasasının temel amacı; belirli bir vadede, belirli özelliklere sahip bir malın yada ekonomik değerin fiyatını bugünden belirlemektir. Ekonomik değerin yada malın fiyatının bugünden belirlenmesi fiyat riskini ortadan kaldırdır. Firmaların çok sık kullandığı bu finansman tekniği, spekülasyona neden olduğu için yatırımcılar tarafından da ilgi ile takip edilmektedir. Çalışmamızın I. ve II. Bölümünde bu piyasaların genel özellikleri, işleyişi ve dünyadaki uygulamalardan örnekler verilmiştir.

Çalışmamızın III. Ve son bölümünde ise Türkiye’deki vadeli işlemler piyasasının durum tespiti yapılmıştır. Türkiye’de modern finansman teknikleri 1980’li yıllardan sonra gelişmeye başlamıştır. 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) kurulmuştur. 1990’ların sonlarına doğru İzmir’de pamuğa dayalı vadeli işlemler piyasasının kurulması gündeme gelmiş ancak günümüze kadar kesin bir sonuç elde edilememiştir. Temmuz 2001 yılında İMKB’de döviz dayalı ilk vadeli işlemler piyasası kurulmuş ancak işlem hacmi açısından başarılı olamamıştır.

Türkiye’de bu piyasaların gelişmesindeki engelleri kısaca belirtmek gerekirse, ekonomik ve siyasal istikrarsızlık, Türk Lirasının reel anlamda konvertibl olmaması, spot piyasadaki işlemlerin yetersizliği, bu piyasaların yeterince tanıtılmamış olması, yatırımcı tercihleri ve alışkanlıklardır. Bu piyasaların geliştirilmesi amacıyla, telekomünikasyon sistemlerinin geliştirilmesi, yatırımcı eğitimine destek verilmesi, ekonomik ve siyasal istikrarın sağlanması olarak detaylı inceleme yapılmıştır.

Türkiye’de bu piyasaların gelişmesi ve ekonomide belirleyici olması için zamana ihtiyacı vardır.

ABSTRACT

Today's economies, one of the important factor for market players is risk factor. Risk factor has disappered by appearing the Future & option market . Therefore, this markets are very important now a days. Speicaily, this markets are determination factors in U.S.A. The main target of Future & Option Market is, to determine the value of specific good or material by now. Price risk has been disappered by this determination. Investors are following this financing technic due to a specilations. In Ist and Ind part of our work, there are some models of applications in the world general charesteristics and processes of this markets.

In the IIIrd part of our work, there is a establishment of Future Option Market in Turkey. Modern financing technics are started to develop by the end of 1980 in Turkey. Istanbul Stock Exchange has been established in 1986. In 1990, Future Option market related to cotton has been put on the agenda but, no certain result has been obtaioned. In 2001, first Future option market related to foreign exchange has been established. But, there was a failure due to a volatile.

The diffuculities of developping this markets are; economic and political incapacities, non convertibility of Turkish Lira in reality, the incapabilty of spot market, non advertisements of this markets, investor's preference and habits. With this aim; some investigation has been made on improvement of telecommunication systems, support investor training, provide the economic and political stability.

There is a time necessity to develop this market and determinant in the economy.

GİRİŞ

Vadeli İşlemler Piyasasının diğer bir adı da türev piyasalardır. Türev piyasaların genel olarak tanımı: Türev piyasalar, “ilerideki bir tarihte teslimatı veya nakit uzlaşması yapılmak üzere herhangi bir malın veya finansal aracın, bugünden alım satımının yapıldığı piyasalardır. Türev piyasaların tanımı forward, swap, futures ve opsiyon işlemlerinin tamamını içermektedir. Türev piyasaların temelini oluşturan futures ve opsiyon işlemleri çoğunlukla organize borsalarda yapılmakta, bunun doğal bir sonucu olarak da, vade, sözleşme büyüklüğü, alınacak teminatlar, fiyat adımları gibi işlem kriterleri ilgili borsalar tarafından belirlenmektedir. Organize borsalarda işlem gören vadeli işlem sözleşmelerinin (futures ve opsiyon sözleşmeleri) standartlaştırılmasının en önemli nedeni piyasanın likit olmasını sağlamaktır. Vadeli işlem (futures) sözleşmesi, sözleşmenin taraflarına bugünden, belirlenen ileri bir tarihte, üzerinde anlaşılan fiyattan, standartlaştırılmış miktar ve kalitedeki bir malı, dövizi veya kıymeti alma veya satma yükümlülüğü getiren sözleşmedir. Vadeli işlem sözleşmesinin yapıldığı tarihten itibaren vade sonuna veya pozisyonun kapatıldığı tarihe kadar her gün taraflar arasında tesis edilen teminat marjı oranları çerçevesinde nakit transferi gerçekleşir. Vade sonunda standartlaştırılmış şartlar çerçevesinde taraflar ya nakit uzlaşma veya fiziki teslimat yoluyla yükümlülüklerini yerine getirirler. Vadeli işlem sözleşmesinde taraflar birbirine karşı değil, piyasanın takas işlemlerini gerçekleştiren Takas Merkezi'ne karşı sorumludur. Bu nedenle, tarafların karşı tarafın kredi riskiyle uğraşmaları gerekmemektedir.¹

Futures işlemleri vadeli işlem piyasalarında yapılan en önemli türev piyasa ürünlerinden birisidir. Futures sözleşmelerin orijinleri eski yüzyıllara dayanmakla birlikte modern anlamda ortaya çıkışları ve kullanılmaya başlanmaları yakın zamanlara rastlamaktadır. 1970'li yıllardan önce tarımsal ürünler ve doğal kaynaklarla sınırlı olan futures sözleşmeleri 1990'ların ortası itibariyle hisse senetleri, tahviller, banka mevduat hesapları, borsa endeksleri, elektrik enerjisi üzerinden gerçekleştirilmeye ve dünya piyasalarında etkin olarak kullanılmaya başlanmışlardır.

1992 sonunda dünya borsa ve borsa dışı piyasalarında gerçekleşmiş futures işlemlerin toplam değeri 1 Trilyon ABD Doları iken bu rakam 1993 yılı sonunda 10 trilyon ABD Dolarına ulaşmıştır. 1992 yılı sonunda dünya türev piyasalarında gerçekleşen toplam sözleşme sayısı 850 milyon iken 1993 yılı sonunda 1 milyarı aşmıştır. Dünyada gerçekleştirilen futures sözleşmelerinin sözleşme sayısı itibariyle coğrafi dağılımına

bakıldığında ABD dışı piyasalara bir kayma görülmektedir. 1992 sonunda global olarak futures sözleşmelerinin %54 ü ABD piyasalarında gerçekleşmiş iken, bu oran 1993 sonunda % 50 ye düşmüştür; Avrupa, Asya Uzakdoğu piyasaları da önem kazanmaya başlamıştır.² Vadeli İşlemler Piyasalarının tüm dünyadaki işlem hacmi 2001 yılı sonu itibariyle 150 Trilyon ABD Dolarına ulaşmıştır.

Vadeli İşlemler Piyasalarının en önemli faydası ise gelecekte oluşacak riskten kaçınmaktır. Bugünden, gelecekteki fiyat üzerinde bir anlaşma yapılarak, spot fiyatlar üzerinde oluşan spekülasyon etkilerden korunmak bu piyasanın birincil faydası olarak nitelendirilebilir. Ayrıca, gelecekteki oluşacak fiyat hakkında bir fikir sahibi de olunmaktadır. Bununla beraber, bu piyasadaki kazanç sağlama amacıyla spekülasyon yapılması da spekülasyon açısından bir fayda sağlamaktadır. Özellikle gelişmekte olan spot piyasaların derinliğinin ve finansal yeterliliğinin artırılması işlevine de haiz olması bu piyasaların cazibesini arttırmaktadır. Türev piyasaların kullanıldığı ve güçlü olduğu ülkelerde, piyasaların istikrarının sağlanmasında da vadeli işlemler piyasasının rolü olabilmektedir.

Vadeli işlemlerin diğer bir özelliği de piyasalarda etkinlik sağlamasıdır. Etkinlik, piyasada bilgi maliyetinin veya işlem maliyetinin sıfır veya önemsiz olması, tüm piyasa oyuncularının fiyat alıcısı olmaları anlamına gelmektedir. Etkin bir piyasa her yeni bilgiyi hızla değerlendirmekte ve yeni bir fiyat seti kurmaktadır.

Etkin piyasa hipotezinin güçlü biçimi, piyasanın mali araçla ilgili tüm bilgilere hatta içerideki oyuncuların bilgilerine de sahip olmasıdır.

Buna göre, eğer P_t spot fiyatı mevcut bütün bilgiyi (I_t) içeriyorsa etkinlik vardır. Yani P_{t+1} beklentileri rasyoneldir. Böylece denge fiyatı ;

$P_t = aP_{t+1} + bI_t$ ve $P_{t+1} = E(P_{t+1} / I_t)$ yazılabilir. $t + e$, t ve $t+1$ arasında bir zaman dilimi ise, $P_{t+e} - P_t = a(E(P_{t+1} / I_{t+e})) - E(P_{t+1} / I_t) + b(I_{t+e} - I_t)$ 'dir. Dolayısıyla t ve $t + e$ dönemi arasında bilgi değişmiyorsa $P_{t+e} = P_t$ olur. $E(P_{t+e} - P_t / I_t) = 0$ ise beklenti etkisi sıfırdır. Zira, $E(P_{t+e} - P_t / I_t) = a(E(E(P_{t+1} / I_{t+e}) / I_t) - E(P_{t+1} / I_t)) + b(E(I_{t+e} / I_t) - I_t)$ 'dir.

Denge durumunu bozan faktörlerin başında irrasyonel tutum ve beklentiler, asimetric bilgi gelmektedir. Asimetric bilgi, farklı piyasa oyuncularının farklı bilgi setlerine sahip

² <http://www.turmob.org.tr/yayinlar/sirkuler/s28s2.html>

olmalarıdır. Söz konusu bilgiler ürün fiyatları, beklenen getiri, kurumsal bilgi, genel ekonomik veriler, sosyal muhasebe verileridir.

Vadeli piyasaların önemli bir özelliği bilgi akımını arttırması ve bilgi maliyetini düşürmesidir. Teorik olarak vadeli piyasalar spekülasyon yoluyla fiyat istikrarını arttırmaktadır. Zira fiyat dalgalanmaları spekülasyon dalgası ile karşılanabilmektedir.

Ancak vadeli işlemlerin bu olumlu katkıları her zaman geçerli olmayabilir. Bir başka deyişle bu piyasalarda spekülasyonun etkisi her zaman istikrar yönünde çalışmamaktadır.

Birinci dönemde spekülörlerin satın alabildiği aktif S, denge fiyatı P1, spekülatif olmayan talep $D(P, \theta_1)$, θ_1 olasılık q'ya bağlı piyasa durumu ise ;

Spekülatif pozisyon $f(S) < S$ durumunda alınmaktadır. Arz (X) dışsal ise,

$D(P_1, \theta_1) + S = X$, $D(P_2, \theta_2) = X + f(S)$ 'dir. Spekülasyon düzeyi S, P2 f(S)- P1 (S)'yi maksimize etmeye yöneliktir ve $P_1 / E(P_2) > f'(0)$, ve $f'(S) = P_1 / E(P_2)$ tarafından belirlenmektedir. Buna göre sistem düşük talep döneminde kar realizasyonu amaçlı satım temelinde ,stikrar bulmaktadır. Fakat vadeli işlemler piyasasında belirsizlik arttığında veya bilgi eksikliği olduğunda, bu ek spekülasyon faktörü fiyat dalgalanmasını arttırıcı bir rol oynamaktadır.

Vadeli piyasalar, riskten kaçınan, kalitesiz bilgiye, dalgalı beklentilere veya irrasyonel davranışlara sahip yatırımcı veya spekülör çektiği zaman fiyat istikrarsızlığına yol açabilmektedir. Dolayısıyla vadeli piyasaların istikrara katkısı bu piyasalarda tam bilgi ve etkinliğe bağlıdır. Vadeli piyasaların spot piyasada alım vadeli piyasada satım imkanı vermesi spot piyasada akımları arttırmaktadır. Böylece satın alma kararlarının değişkenlere duyarlılığı artmakta ve fiyat dalgalanmaları güçlenmektedir. Bu nedenle vadeli işlemlerin başarısı piyasanın derinlik, şeffaflık gibi etkinlik koşullarına bağlı olmaktadır.³

Vadeli İşlemler Piyasasının Türkiye açısından değerlendirilmesi ise, zaman olarak 1980 sonrası dönemde incelenmiştir. Henüz 1986 yılında kurulan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda henüz çok yeni olan vadeli işlemler piyasaları gelişme aşamasındadır. Bu piyasaların gelişmesi ve güçlenmesi yukarıda bahsi geçen yararların ülkemizde de hissedilmesine neden olacaktır. Nevar ki henüz bu piyasaların gelişme süreci

³ Paul Newbold and Others, " Futures Markets Efficiency, evidence from un evenly spaced contracts" Working Papers , The Leverhulme Trust, October 1999,

ARTUS Patrick, Anomalies sur les marché financiers, Economica ,Paris,1995

tamamlanamamıştır. Gelişme sürecinin neden uzadığı, neler yapılması gerektiği tezimizin temel konusudur.

Bu tez'in amacı vadeli işlemler piyasalarının Türkiye için yararlarını saptamak, gelişimini ve ihtiyaçlarını belirlemektir. Bu amaçla, bu piyasalar teorik olarak anlatılmış, çeşitli ülke piyasaları genelinde incelenmiştir.

Türkiye de kurulan ancak etkin olarak çalışmayan vadeli işlemler piyasasının şimdiki durumu, gelişimi ve sorunları detaylı olarak incelenmiştir. Bu piyasaların Türkiye açısından önemi ve faydası vurgulanarak, gelişememe nedenleri tartışılmıştır. Bu piyasaların gelişmesi ve derinliğinin artırılmasına yönelik tespit ve önerilerde bulunulmuştur.

Bu bağlamda, çalışmamızın I. Bölümünde, Vadeli İşlemler Piyasasını tanımaya yönelik teorik açıklamalarda bulunulmuştur. Bu açıklamalarda, tarihçe, piyasanın özellikleri, yatırımcılar, piyasanın faydaları ve yatırım araçlarının özellikleri açıklanmıştır.

Çalışmamızın II.Bölümünde ise Vadeli İşlemler Piyasasının var olduğu ülkelere örnekler verilmiştir. Brezilya ve Fransadaki piyasaların özellikleri ayrıntılı bir şekilde incelenmiştir.

Çalışmamızın son bölümü ise ülkemizdeki yapıya ayrılmıştır. Ülkemizdeki vadeli işlemler piyasasının ne durumda olduğu, bu piyasaların ülkemiz için önemi, gelişememe nedenleri, geliştirilmesi için öneriler de bulunulmuştur. Gelişememe nedenleri olarak, piyasa derinliğinin bulunmaması, spot piyasaların yeterince gelişmiş olmaması, yatırımcı gruplarının bu piyasaları tanımaması gibi nedenler üzerinde durulmuştur. Gelişmesi için önerilerde ise, TL'nin gerçek anlamda konvertibilitesini sağlamak, bunun için ekonomik ve siyasal istikrarın sağlanması gelmektedir. Ayrıca, alım satım süreçlerinin cazip hale getirilmesi, yatırımcıların bilinçlendirilmesi ve eğitimi, enformasyon sistemlerinin geliştirilmesi önerilerinde bulunulmuştur.

I. BÖLÜM

VADELİ İŞLEMLER PİYASASININ ÖZELLİKLERİ

1.1 Vadeli İşlem Piyasalarının Tarihçesi

17. yüzyılın sonlarında Japonya'da Dojima Borsasında ilk defa düzenli olarak standart sözleşmeler alınıp satılmıştır. 1848 yılında tahıl tüccarları bugünkü vadeli işlem piyasalarına öncülük edecek Chicago Board of Trade'i kurmuşlardır. Söz konusu borsanın kurulmasındaki amaç arz ve talepte meydana gelebilecek dalgalanmaların olumsuz etkilerini ortadan kaldırmak ve teslim edilen ürünlerin belli kalitede olmasını sağlamaktır. İlk tüzük 1865 yılının Mayıs ayında hazırlanmıştır. Yumurta ve diğer çiftlik ürünlerinin alınıp satıldığı Chicago Produce Exchange 1874 yılında , ileriki yıllarda ilk finansal vadeli işlem ürünlerini piyasaya sürecektir olan Chicago Mercantile Exchange (CME) ise 1919 yılında kurulmuştur.

1972 yılında ilk finansal vadeli işlem piyasası ürünü olan dövize dayalı vadeli işlem sözleşmeleri CME ' de piyasaya sürülmüştür. Bunu 1975' te Chicago Board of Trade'de (CBT) piyasaya sürülen konut sertifikalarına dayalı vadeli işlem sözleşmeleri izlemiştir. Ardından Hazine bonolarına ve ABD tahvillerine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri (1977) piyasaya sürülmüştür. 1981'de Chicago Mercantile Exchange'de 3 aylık Eurodollar vadeli işlem sözleşmeleriyle işlem yapılmaya başlanmıştır.⁴

İlk defa 1982 yılında Chicago Mercantile Exchange'de S&P 500 endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri hazırlanarak piyasaya sürülmüş , böylece vadeli işlem piyasalarına borsa endeksleri de konu olmaya başlamışlardır. Aynı yıl Kansas City Board of Trade' de Value Line endeksine , New York Futures Exchange'de New York Stock Exchange endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri de işlem görmeye başlamıştır . Kuzey Amerika dışında ilk defa Financial Times Stock Exchange endeksine ait sözleşmeler London International Futures Exchange'de (LIFFE) 1984 yılında alınıp satılmaya başlanmıştır.

1990 yılında 39,4 milyon olan endekse dayalı vadeli işlem sözleşmesi sayısı 1995 yılı sonunda 176,5 milyona ulaşmıştır. Finansal araçlara dayalı vadeli işlem piyasasında endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin payı % 13,6 olarak gerçekleşmiştir.

⁴ LEVICH, M Richard; International Financial Markets Prices and Policies:sf.351

1992 sonunda dünya borsa ve borsa dışı piyasalarında gerçekleşmiş futures işlemlerin toplam değeri 1 rilyon ABD Doları iken bu rakam 1993 yılı sonunda 10 trilyon ABD Dolarına ulaşmıştır. 1992 yılı sonunda dünya türev piyasalarında gerçekleşen toplam sözleşme sayısı 850 milyon iken 1993 yılı sonunda 1 milyarı aşmıştır. Dünyada gerçekleştirilen futures sözleşmelerinin sözleşme sayısı itibariyle coğrafi dağılımına bakıldığında ABD dışı piyasalara bir kayma görülmektedir. 1992 sonunda global olarak futures sözleşmelerinin %54'ü ABD piyasalarında gerçekleşmiş iken, bu oran 1993 sonunda % 50'ye düşmüştü; Avrupa, Asya Uzakdoğu piyasaları da önem kazanmaya başlamıştır.⁵

Futures piyasalarının gelişiminde en önemli rolü Amerika Birleşik Devletleri'nin Şikago şehri oynamıştır. Şikago 1840'li yılların ortasında tarım ürünlerinin ticaret merkezi olmuştur. 1850'li yılların başında Şikago şehrine getirilen tahıl ürünlerinin arzının mevcut talebin çok üzerinde olması nedeniyle mevcut pazarlarda bu ürünlerin tamamının satılması imkansızdı. Tüccarlar çok fazla stok tutuyor, bankalar ise artan stokları finanse etmekte zorlanıyorlardı.

Tarım ürünleri arzının belli bir mevsimde çok fazla olmasından kaynaklanan sorunu çözmek ve merkezi bir pazar oluşturmak için 1848 yılında tahıl üreticileri The Board of Trade of the City of Chicago'yu kurdular. Bu sıralarda tahıl üreticilerinin çoğu belirli bir zaman diliminde, belirli bir yerde ve belirli bir miktarda tahılın teslimini teklif eden sözleşmeler (forward sözleşmeler) yapmaya başlamışlardı. Ayrıca alıcı ve satıcılar, aralarındaki güven sorununu ortadan kaldırmak için üçüncü bir kişiye, bugünkü teminat uygulamasının temelini teşkil eden, depozit yatırmaya başladılar. Başlangıçta sözleşmeler alıcı ve satıcılar zinciri içinde el değiştirirken sözleşmenin son alıcısı ilk satıcıdan malı teslim alıyordu. Daha sonra sözleşme konusu malın teslim sürecini basitleştirmek için bütün alım satım işlemleri borsanın bir organı tarafından kaydedilmeye başlandı. Bu gelişme futures piyasaların öncülüğünü yaparken dünyadaki ilk futures piyasasının gelişmesine katkıda bulunuyordu. Söz konusu piyasalarda uzun süre yalnızca tahıl ürünleri futures sözleşmelerine konu olurken 1970'li yıllardan sonra bakır, kontrplak ve petrol gibi tarımsal olmayan hammaddeler de anılan sözleşmelere konu olmaya başladılar. Yine Şikago şehrinde ilk uluslararası yabancı para futures piyasası, International Money Market (IMM) kuruldu. Şu anda ABD'de futures sözleşmelerinin yapıldığı 11 borsadan isimleri sayılabilecek olanlar ,Chicago Board of Trade, IMM (Uluslararası para piyasası), Şikago Borsası, Newyork Futures Borsası ve Newyork menkul kıymet borsasıdır.

⁵ MILLER, Merton H.; "Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next." Journal of Financial and Quantitative Analysis 21; no. 4

1.2 Vadeli İşlemler Piyasasının Tercih Edilmesinin Nedenleri ve Yararları

“Finansal Piyasalarda vadeli işlem piyasasının ve opsiyon piyasasının ortaya çıkması, varlıkların likiditesini arttırmaktave ekonomik birimlerin riske karşı kendilerini koruyabilme imkanı yaratmaktadır. Fakat bu araçlar enformasyonun çok fazla önem kazandığı yeni dönemde iyi değerlendirilmeleri halinde, aynı zamanda spekülatif faaliyetlerin artması sonucunu da doğurur.”⁶ Genel hatlarıyla vadeli işlemleri piyasalarının yararlarını şöyle sıralayabiliriz.

1.2.1 Vadeli İşlemler Piyasalarının Yararları

- “Vadeli işlem sözleşmesine konu olan nakit piyasalarda gelecekte ortaya çıkabilecek olumsuz fiyat değişimlerine karşı korunma imkanı sağlar.
- Piyasalarda genel olarak fiyat oluşum mekanizmasının daha etkin çalışmasını sağlar. Vadeli piyasalar alternatif yatırım imkanı demektir, bu nedenle mevcut piyasalara vadeli piyasaların da eklenmesi durumunda hem paranın piyasalardaki dolaşım hızı artar, hem de piyasaya gelen bilgiler fiyatlara daha hızlı yansır.
- Vadeli piyasalarda alım satım komisyonları spot piyasalara göre genelde daha düşüktür, dolayısıyla yatırımcıların maliyetlerini azaltır.
- Vadeli piyasalar, spot piyasanın daha likit olmasını sağlar. Gelecekte oluşabilecek olumsuz fiyat hareketlerine karşı korunma imkanı olan piyasalarda, spot piyasada işlem gören mal veya kıymetlere olan yatırımcı ilgisi de doğal olarak artar.
- Piyasa bilgisi olan, ancak sermayesi az olduğu için yeterince pozisyon alamayan veya kredili alım satım yapmak zorunda kalan yatırımcılara da küçük miktarda paralarla büyük pozisyonlar alma ve kaldıraç etkisi yardımıyla yüksek kazanç elde etme imkanı verir.
- Vadeli işlem sözleşmeleri portföy yöneticilerine, portföy çeşitlendirmesi ve dolayısıyla da riskin yayılması açısından değişik seçenekler sunar.

- Vadeli işlem sözleşmesi, uzun vadede piyasada etkinliğin artırılması ve spot piyasadaki fiyat dalgalanmalarının (volatilite) azaltılmasına yardımcı olur.”⁷

1.2.2 Vadeli İşlem Piyasalarında İşlem Yapan Yatırımcıların Temel Amaçları

Fiyatlar Hakkında Bilgi Edinmek

Vadeli işlem piyasaları sayesinde bir ürünün gelecekteki fiyatı hakkında bilgi sahibi olunabilmektedir. Ürünün ileri bir tarihte teslimi yükümlülüğü üstlenildiği için söz konusu ürüne ait vadeli işlem sözleşmesi fiyatı ürünün vade bitim tarihindeki spot fiyatına ait beklentiyi yansıtmaktadır . İsteyen herkes kolaylıkla vadeli işlem fiyatlarını öğrenebilmekte , yatırımları ile ilgili kararlar alabilmektedirler. Örneğin depolanabilir ürünlerin depolama ve nakit akış planlamalarında büyük firmalar vadeli işlem fiyatlarını inceleyerek karar vermektedirler . Arz ve talep beklentilerine göre stoklarını ayarlayan firmalar zaman içinde ürünün dengeli dağılımını sağlayarak piyasadaki çalkantıları ve manipülasyonları önlemiş olurlar.

Vadeli işlem piyasalarının gelecekteki spot fiyatlar hakkında fikir vermesi sayesinde firmalar daha az maliyetle üretim planlaması yapabilmekte , ekonomik kaynaklarını daha verimli kullanabilmektedirler. Böylece ürüne ait arz ve talep dengesi sağlanmaktadır. Örneğin bir ürüne ait vadeli işlem fiyatları yüksekse üreticiler bu ürünü üretmeyi amaçlayacaklar ve arz miktarının en azından yeterli düzeye çıkmasına neden olacaklardır. Eğer ürünün vadeli işlem fiyatı düşük ise üreticiler gereksiz miktarda üretim yapmayacaklar, stoklama maliyetlerini düşürüp verimliliği arttıracaklardır.

Riskten Korunmak

Vadeli işlem piyasalarının en önemli kullanım amacı yatırımcıyı fiyat değişimi riskinden korumaktır. Yatırımcı spot piyasada aldığı pozisyonun tersi pozisyonu vadeli işlem piyasasında almaktadır. Yani spot piyasada satış pozisyonunu alan yatırımcı vadeli işlem piyasasında alış pozisyonunu, spot piyasada alış pozisyonu alan yatırımcı vadeli işlem piyasasında satış pozisyonu olarak bir

piyasadaki kaybını diğer piyasadaki kazancı ile dengelemeyi amaçlamaktadır. Kayıp ile kazancın eşit miktarda olması durumunda tam korunma sağlanmış olmaktadır. Bu korunma sayesinde arz ve talepten kaynaklanan fiyat belirsizliğinin maliyeti azaltılmış olmaktadır.

Belirsizlik malın üretimi ile tüketimi arasındaki zaman farkından kaynaklanmaktadır. Bu zaman diliminde üretim ve tüketim düzeyi ile ilgili oluşan yanlış beklentiler fiyat dalgalanmalarına yol açmaktadır. İki tip belirsizlik mevcuttur: Sosyal belirsizlik ve kişisel belirsizlik. Sosyal belirsizlikte kişiler kendi üretim ve tüketim miktarlarını bilmekte fakat başkalarının üretim ve tüketim miktarlarını bilmedikleri için ne şekilde davranmaları gerektiğini ve fiyatlarda ne şekilde değişmeler olacağını bilmemektedirler. Kişisel belirsizlikte ise gelecekteki ekonomik şartların belirlenememesinden dolayı kişiler kendi üretim ve tüketim miktarlarını da belirleyememektedirler .

Vadeli işlem piyasalarında yapılan riskten korunma uygulamasıyla aşırı mal stoğu tutmaktan veya fazla sayıda ileride teslim taahhüdüne girmekten kaynaklanan riskler azaltılmış olmaktadır. Üretici (yatırımcı) vadeli işlem sözleşmesi satarak söz konusu ürüne sahip olmadığı halde, örneğin ürünü henüz tarladayken , sözleşmeye konu olan ürünün spot fiyatında gelecekte meydana gelebilecek düşmeye karşı korunabilmektedir. Bu tip korunmaya açığa korunma denilmektedir. Üretici (yatırımcı), örneğin pamuğa dayalı üretim yapan bir tekstil firması, pamuğa dayalı vadeli işlem sözleşmesi satın alarak ürünün spot fiyatında gelecekte olabilecek yükselmeye karşı korunabilmektedir . Örneğin bu tip korunmaya uzun pozisyon ismi verilmektedir.

Yatırımcı riskten korunma uygulamasıyla fiyat riski yerine baz riski üstlenmektedir. Vadeli işlem sözleşmesinin spot fiyata göre farklı fiyatlandırılması sonucu baz değerinin değişmesi baz riske yol açmaktadır. Baz değer ise vadeli işlem fiyatı ile spot fiyat arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır.

Vadeli işlem sözleşmesine konu olan ürün ile yatırımcının riskten korunmayı amaçladığı ürün aynı değilse çapraz korunma yapılmış olmakta fakat yatırımcı söz konusu her iki ürünün spot fiyatı arasındaki farktan kaynaklanan çapraz korunma riskine maruz kalmaktadır. Bu risk spot piyasadaki fiyat riskine göre daha az olduğu için vadeli işlem piyasalarında riskten korunmak amacıyla yararlanılmaktadır.

Vadeli işlem piyasalarının araştırma maliyetlerini azaltıcı ve bilgi akışını hızlandırıcı özelliği de riskten korunmak isteyenlere yardımcı olmaktadır.

Spekülasyon Yapmak

Riskten korunmak isteyenlerin riskini üstlenerek daha fazla kazanç sağlamak amacıyla vadeli işlem piyasasında işlem yapma eylemine spekülasyon yapmak denilmektedir. Yani risk , riskten korunmak isteyenlerden spekülatoörlere transfer edilmektedir. Spekülatoörlere vadeli fiyat ile beklenen spot fiyat arasında fark olduğu zaman spekülatoörlere pozisyon almaktadırlar.

Eğer herhangi bir malın vadeli işlem fiyatının gelecekteki spot fiyatından daha düşük olduğuna inanırlarsa vadeli işlem piyasasında alış yapmakta, vadeli işlem fiyatının gelecekteki spot fiyatından daha yüksek olduğuna inanırlarsa satış yapmaktadırlar. Tahminleri veya hesapları doğru çıkarsa spekülatoörlere kâr etmektedirler.

Vadeli işlem piyasasında spekülatoörlere rolü doğru tahminde bulunarak, riskten korunmayı amaçlayanların arz ve talep ilişkisinden yararlanmaya çalışmaktır. Riskten korunanlarsa risklerini azaltmak için vadeli işlem piyasalarını kullanmaktadırlar ve bu nedenle piyasada işlemlerin gerçek maliyetinin üzerinde ödeme yapmaya isteklidirler.⁸

Spekülatoörlere varlığı sayesinde riskten korunmak isteyenlerin arz ve talepleri karşılanabilmektedir. Spekülatoörlere yokluğu piyasadaki likiditeyi azaltmakta , piyasa katılımcılarının arz ve taleplerinin yeterli derecede, hatta hiç, karşılanamamasına neden olmaktadır. Bazı girişimleri fiyat dengesizliklerine yol açsa da spekülatoörlere vadeli ve spot fiyatlar arası farklılığın belirli bir aralıkta kalmasını sağlamaktadırlar . Bu kişilerin alım - satımları fiyat düşüşlerinde destek noktası, yükselişlerinde direnç noktası oluşmasına neden olabilmektedir. Spekülatoörlere yaptıkları işlemlerden kazanç sağlayabilmek amacıyla sözleşmeleri kolayca nakide çevirmeye imkan verecek likiditeye sahip olan ve sözleşme şartlarının yerine getirileceğine dair yeterli güvenliği sağlayan piyasaları tercih etmektedirler.

a) Arz Ve Talep Haberlerine Dayalı Spekülasyon

Bu spekülasyon tipini gerçekleştirenler ikiye ayrılmaktadır : fiyat düzeyi tüccarları ve haber tüccarları.

Fiyat düzeyi tüccarları fiyat düzeyi hakkında muhakeme yapmalarına yardımcı olacak haber ve belgelerle ilgilenmektedirler . Örnek olarak hasat zamanı buğday fiyatlarının ineceğini ve sonra yavaş yavaş yükseleceğini esas alan spekülâtör verilebilir.

Haber tüccarları ise beklenen arz ve talep değişimlerinin belirtilerini veren haberler ile ilgilenmektedirler. Bu tip spekülasyon yapanlar elde ettikleri bilgiyle alım satım yapmadan önce fazla beklememektedirler . Bekleme süresi fiyat düzeyine bağlı olarak alım satım yapanlara göre daha kısadır .

Her iki tip spekülâtörde bilgilerini diğer yatırımcılardan gizlemek amacıyla borsa salonunda çalışmamakta , işlemlerini ofislerinden yürütmektedirler.

b) Fiyat Eğilimi Tahminine Dayalı Spekülasyon

Bu spekülasyon çeşidinde iki tip spekülâtör bulunmaktadır. Kısa süreli alım satım yapanlar ve pozisyon tüccarları.

Kısa süreli alım satım yapanlar işlemlerini çok kısa zaman aralıklarında gerçekleştirmektedirler. Zaman aralıkları bir kaç dakikadır. Bu tip spekülâtörler fiyat düştüğünde satın almakta, bir kaç dakika sonra fiyat yükseldiğinde satmaktadırlar. Elde tutma süresi kısa olduğu için kazançları azdır , fakat bu işlemlerini sık sık tekrarlayarak kazançlarını arttırmaktadırlar.

Kısa süreli alım satım yapanlar işlemlerini ekonomik göstergelere ve hükümet programlarına fazla bakmadan, duygularıyla gerçekleştirmektedirler. Beş dakika içinde fiyatların ne olabileceğine dair teorileri vardır. Bu tip spekülâtörler az miktardaki kazançlarını brokera komisyon ödeyerek sıfırlamamak için borsa salonundaki işlemlerini kendileri gerçekleştirmektedirler. Temel davranışları salondaki kalabalığın duygularını anlamak ve sonra harekete geçmektir.

Kısa süreli alım satım yapanlar kendi aralarında üçe ayrılmaktadırlar: Birim değişime göre alım satım yapanlar, gün boyunca alım satım yapanlar ve günden güne alım satım yapanlar.

Birim değişime göre alım satım yapanlar için değişimin anlamı minimum fiyat değişimidir. Amaçları genel olarak normal piyasa şartlarında son fiyatın 1/8 sent altında almak veya 1/8 sent üstünde satmaktır.

Gün boyunca alım satım yapanlar günlük seans boyunca alım satım yaparak kazanç sağlamaya çalışmaktadırlar. Geceye taşıdıkları pozisyonların değeri gündüz yaptıkları işlemlere göre çok düşüktür. Bunun nedeni ise gece boyunca karşılaşılabilecekleri olayların spekülative durumlarını olumsuz etkileme riskidir. Örneğin sel felaketinin tarlalardaki ürünlere zarar vermesi o ürüne ait vadeli işlem fiyatlarının hızla yükselmesi borsada kısa pozisyonunu gece boyunca koruyan yatırımcıyı zarara uğratmıştır.

Günden güne alım satım yapanlar ise pozisyonlarını bir kaç gece korumayı göze alan, alım satımlarını yarım gün ile üç gün arasında gerçekleştiren spekülatoörlerdir.

Fiyat eğilimi tahminine dayalı spekülatoör tipinin ikincisi pozisyon tüccarlarıdır . Bu spekülatoörler haftalar , hatta aylar boyunca pozisyonlarını korumaktadırlar. Örneğin pozisyon tüccarı herhangi bir ürünün fiyatının düşeceğine inanıyorsa o ürüne dayalı vadeli işlem sözleşmesi satacaktır. Beklentisi gerçekleşirse ters işlem yoluyla kazanç sağlayacak ; gerçekleşmezse zarar edecektir.”⁹

1.3 Vadeli İşlem Piyasalarının Ürünleri ve Özellikleri

1.3.1 Opsiyon Sözleşmeler

Opsiyon sözleşmeler sözleşmeyi alan kişi açısından bir yükümlülük getirmemekte, bir hak vermektedir. Bu hakkın kullanılıp kullanılmama kararı ise

⁹ <http://www.vadeli.freecservers.com/tercihnedeni.htm>

tamamen opsiyon sözleşmesi alan tarafa bırakılmaktadır. Opsiyon satın alan taraf belirli bir fiyat üzerinden söz konusu ürünü alma veya satma hakkını belli bir prim ödeyerek satın alır. Buna karşılık opsiyonu satan taraf karşı taraf talep ettiğinde sözleşmeye konu olan ürünü teslim etme yükümlülüğünü üstlenir. Bu yükümlülüğün doğması için opsiyon hakkının vade tarihine kadar kullanılması şarttır. Aksi halde satıcının yükümlülüğü ortadan kalkar.¹⁰

Bir opsiyon sözleşmesi aşağıdaki bilgileri içerir.

- **Opsiyonun tipi:** Avrupa veya Amerikan tipi opsiyon
- **Sözleşme tipi:** Call (Alım)opsiyonu veya Put (Satım)opsiyonu
- **Opsiyonun konu mal veya kıymet:**Hisse senedi,tahvil vb.
- **Kullanım fiyatı:**Opsiyonun sağladığı hakkın kullanılacağı fiyat
- **Vade sonu:**(Örnek:Mart ayının 3.cumasi,Haziran ayının ilk iş günü)
- **Prim:**Opsiyonun fiyatı

1.3.1.1 Opsiyon Terimleri

i) Avrupa Tipi Opsiyonlar:Opsiyonu alan tarafın,sözleşmeye konu mal veya kıymeti satın alma veya satma hakkını sadece vade sonunda kullanmasını sağlayan opsiyonlardır.

ii) Amerikan Tipi Opsiyonlar:Vade sonu da dahil olmak üzere opsiyon alıcısına istediği zaman hakkını kullanma imkanını sağlayan opsiyonlardır.

Opsiyonlara kullanım sürelerine göre Amerikan tipi veya Avrupa tipi denmesinin sebebi bu opsiyonların Avrupa veya Amerika 'da alınıp satıldığını göstermemektedir.Günümüzde gerek Amerika Birleşik Devletleri 'ndeki,gerekse Avrupa 'daki vadeli piyasalarda her iki tip opsiyon da işlem görmektedir.

iii) Alım Opsiyonları:(Call Options) : Opsiyonu alan tarafa,sözleşmeye konu mal veya kıymeti önceden belirlenmiş bir

fiyattan (kullanım fiyatı), satın alma hakkını sağlayan opsiyonlardır. Bu fiyata kullanım ya da eksersiz fiyatı denir. Örneğin, X firmasına ait 90 dolar eksersiz fiyatlı bir Temmuz ayı call opsiyon kontratı, X firmasının bir adet hisse senedini Temmuz ayına kadar herhangi bir tarihte 90 dolar fiyattan alma hakkını verir. Opsiyon sahibi bu opsiyonu kullanmak zorunda değildir. Ancak X firmasının hisse senedi fiyatı 90 doların üstüne çıkarsa, opsiyon sahibi tabii ki karlıdır ve opsiyonunu kullanabilir. Bu şekilde 90 dolara opsiyonunu kullanan kişi onu spot hisse senedi piyasasında satarak karını realize edebilir. Eğer opsiyon süresinden önce kullanılmazsa, geçerliliğini yitirir. Tabii opsiyona sahip olmanın da bir bedeli vardır. Bunun da adı, premium, yani opsiyon primidir.

iv) Satım Opsiyonları:(Put Options): Opsiyonu alan tarafa, sözleşmeye konu mal veya kıymeti, önceden belirlenmiş bir fiyattan (kullanım fiyatı) satma hakkını veren opsiyonlardır. Önceki örnekteki rakamları kullanırsak, X firmasının hisse senedi fiyatı 90 doların altına düşerse, opsiyon sahibi kara geçer ve opsiyonunu kullanabilir. Bu şekilde kişi hisse senedini örneğin 75 dolardan spot hisse senedi piyasasından satın alır, ve opsiyonunu kullanarak karını realize edebilir.

Kullanım Fiyatı: (Exercise Price,Strike Price)Sözleşmeye konu mal veya kıymetin,opsiyon kullanıldığında,alinip satılacağı fiyattır.

Kullanım:Opsiyonu alan (Uzun)tarafın kendisine ait olan hakkı kullanması işlemidir.

Vade Sonu:Opsiyonu kullanma hakkının son günüdür.

1.3.1.2 Opsiyon Piyasası İşlemleri

Opsiyon sözleşmesi satın alan tarafın vade sonuna kadar üç alternatifi vardır:

- i) Almış olduğu opsiyonu satabilir.
- ii) Opsiyonu kullanabilir

- iii) Kullanım süresi dolana kadar bekler ve kullanmaz,dolayısıyla verdiği opsiyon primi kadar zarar eder.

Opsiyonu satan (yazan)tarafın da üç alternatifi vardır.

- i) Satmış olduğu opsiyon sözleşmesini satın alabilir,böylelikle pozisyonunu kapatmış olur.
- ii) Opsiyonu sattığı taraf hakkını kullanmak isterse yükümlülüğünü yerine getirir.
- iii) Kullanım süresi dolana kadar opsiyonu alan taraf hakkını kullanmazsa aldığı opsiyon primini kar olarak kayıtlarına geçirir.

1.3.1.3 Opsiyon Fiyatının (Opsiyon Primi) Belirlenmesi

Opsiyon fiyatlama yöntemleri, oldukça matematiksel ve karmaşıktır.Opsiyon fiyatlarının belirlenmesinde temel olarak Black &Scholes ve Cox,Ross &Rubinstein modelleri olmak üzere iki temel hesaplama yöntemi kullanılmaktadır.Genel olarak Avrupa tipi opsiyonların fiyatlamasında Black &Scholes formülü,Amerikan tipi opsiyonların fiyatlamasında ise Cox, Ross &Rubinstein formülü kullanılmaktadır.Her iki formülde de dikkate alınan ve opsiyon fiyatının hesaplanmasında kullanılan kriterler şunlardır.

- i) Opsiyon sözleşmesine konu mal veya kıymetin spot fiyatı
- ii) Kullanım fiyatı
- iii)Vade sonuna kadar kalan zaman
- iv) Risksiz faiz oranı
- vi) Yillik standart sapma (Volatilite)

Opsiyon fiyatlama yöntemleri değerlendirilirken dikkat edilmesi gereken en önemli nokta, yukarıdaki kriterler kullanılarak elde edilen opsiyon fiyatlarının teorik fiyatlar olduğu gerçektir.Pratikte piyasa dinamiklerinin teorik kalıplara uymadığı tüm piyasalarda gözlemlenmektedir.Bu durum,opsiyon fiyatlarında da kendini

göstermekte ve opsiyon piyasasında gerçekleşen fiyatlar teorik fiyatlardan sapmalar gösterebilmektedir.

Opsiyon priminin oluşmasında gerçek değer (intrinsic value) ve zaman değeri (time value) olmak üzere iki önemli bileşenin etkisi vardır . Opsiyon değeri (fiyatı, primi), bu değerlerin toplamı olarak belirlenmektedir.

a) Gerçek Değer

Gerçek değer, opsiyonun alındıktan sonra uygulandığı takdirde, elde edilecek kârı belirtmektedir. Gerçek değer kavramının anlaşılabilmesi için, opsiyonların "kârda" (in-the-money), "başabaş" (at-the-money) ve "zararda" (out-of-the-money) sıfatlarının tanımlanması gerekmektedir.¹¹

- "Kârda" Opsiyonlar (In-the-money Options)

"Bu özellikteki bir opsiyon, hemen uygulandığında kâr elde edilecek olan opsiyonu belirtmektedir."¹²

Alım opsiyonunda uygulama fiyatı, o anki piyasa fiyatının (peşin kurun) altında ise, opsiyon uygulandığı takdirde opsiyon alıcısı kâr elde edebilmektedir. Bu koşullarda alım opsiyonu, "kârda" özelliğine sahip bir opsiyondur. Opsiyon alıcısı, sözkonusu döviz opsiyonu uygulayarak düşük kurdan (uygulama fiyatı) satın alarak ve hemen daha yüksek piyasa kurdan satarak kâr elde etmektedir.

"Satım opsiyonunda uygulama fiyatı, o anki piyasa fiyatının üzerinde ise, opsiyon uygulandığı takdirde opsiyon alıcısı kâr elde edebilmektedir. Bu koşullarda, satım opsiyonu da "kârda" özelliğine sahiptir. Alıcı, sözkonusu döviz opsiyonu uygulayarak yüksek kurdan (uygulama

11 AKKUM, Tülin; İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi, C:29, S: 1/Nisan 2000, s: 47-74

12 HULL, John, Introduction to Futures and Options Markets, U.S.A., Prentice Hall, Inc., 1991, sf34

fiyatı) satarak ve hemen daha düşük piyasa kurundan alarak kâr elde etmektedir.”¹³

Avrupa türü opsiyonlar, sadece vade günü uygulanabildiğinden, opsiyonun "kârda" olması için, uygulama fiyatının vadeli kura (forward rate) göre avantajlı olması gerekmektedir. Dolayısıyla, Avrupa türü alım opsiyonunda, uygulama fiyatının opsiyonla aynı vadeyi içeren vadeli kurdan düşük, satım opsiyonunda ise uygulama fiyatının vadeli kurdan yüksek olduğu durumlarda opsiyonlar "kârda" özelliğini taşımaktadır. Amerikan türü opsiyonlar vade günü dahil her an uygulanabildiğinden, uygulama fiyatı o anki piyasa kuru ile kıyaslanarak, "kârda" özelliği belirlenmektedir.

“Dolayısıyla, "kârda" opsiyon için gerçek değer Amerikan türü opsiyonda uygulama fiyatı ile o anki peşin kur arasındaki, Avrupa türü opsiyonda ise uygulama fiyatı ile o anki vadeli kur arasındaki pozitif farka eşittir.”¹⁴

- **"Başabaş" Opsiyonlar (At-the-money Options)**

“Bu özellikteki bir opsiyon uygulandığında ne kâr, ne de zarar edilen opsiyonu belirtmekte ve uygulama fiyatının piyasa fiyatı ile aynı olduğunu göstermektedir. Amerikan türü "başabaş" opsiyonlarda, uygulama fiyatı cari piyasa fiyatına, Avrupa türü opsiyonlarda ise uygulama fiyatı vadeli kura eşittir. "Başabaş" opsiyonların gerçek değerleri yoktur.”¹⁵

13 Tiner John I. and Conneely Joe M., Accounting for Treasury Products, A Practical Guide to Accounting, Tax and Risk Control, 2nd edition, Cambridge, Woodhead-Faulkner Ltd., 1989.SF.102

14DC Gardner, Currency Options, DC Gardner Workbook, London, 1990a.

15Howcroft, Barry and Storey, Christopher, Management and Control of Currency and Interest Rate Risk, Cambridge, Woodhead-Faulkner Limited, 1989.sf.75

- **"Zararda" Opsiyonlar (Out-of-the-money Options)**

Bu özellikteki bir opsiyon, uygulandığında zarar edilecek olan opsiyonu belirtmektedir. Alım opsiyonunda uygulama fiyatı, o anki piyasa fiyatının üzerinde ise, satım opsiyonunda ise uygulama fiyatı piyasa fiyatının altında ise, opsiyonlar "zararda" özelliğine sahiptir ve gerçek değerleri yoktur. Doğru kıyaslamının yapılması için opsiyonun Avrupa ya da Amerikan türü olduğuna dikkat edilmelidir.

b) Zaman Değeri

Opsiyon primi (fiyatı), opsiyonun gerçek değeri ve zaman değerinin toplamına eşittir. Gerçek değerini opsiyon priminden çıkarılması, zaman değerini vermektedir. "Başabaş" ve "zararda" opsiyonlarda gerçek değer sıfır olduğundan, zaman değeri opsiyon primine eşittir.

c) Opsiyon Fiyatının (Priminin) Oluşmasında Etkili Faktörler

Opsiyon fiyatının belirlenmesinde önemli olan faktörler şunlardır:

- i) Opsiyonun vadesi
- ii) Peşin kur ve uygulama fiyatı
- iii) Dövizler arasındaki faiz oranı farkı - Vadeli kur
- iv) Dövizlerin faiz oranları
- v) Döviz kurlarındaki değişkenlik

1.3.1.4 Kaldıraç Etkisi

Opsiyon piyasaları, belli bir prim karşılığında, çıkacağını ya da düşeceğini umduğunuz piyasalarda pozisyon almanızı sağlar. Yükselineceğini düşündüğümüz bir piyasada neden hisse senedine değil, call opsiyonuna yatırım yapılır ? Bunun en önemli sebebi kaldıraç etkisi.

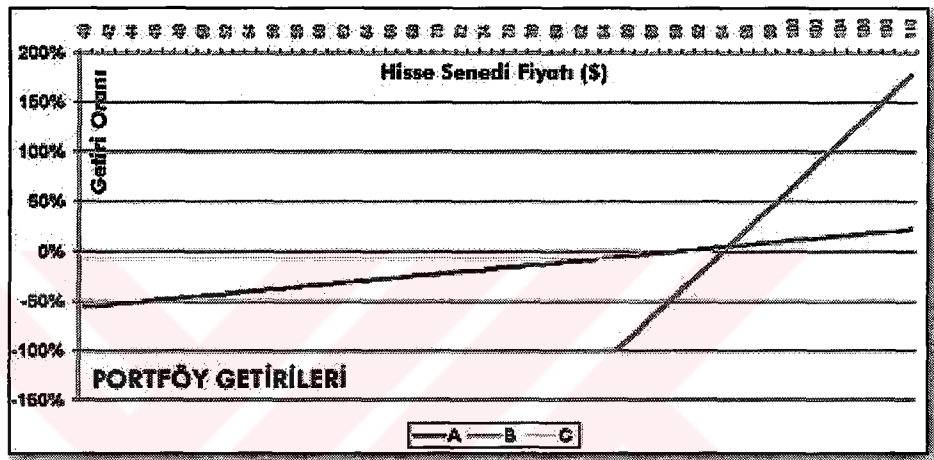
Aşağıdaki örnekle bunu anlatmamız mümkün olacaktır.

“Örneğin yatırım için 9,000 USD var . X hisse senedi fiyatı ise 90 dolar.

A : 100 hisse alırsanız, 90 dolar fiyattan, toplam 9,000 dolar eder. Fiyatlar 6 ay sonra 70 dolar olursa, 2,000 dolar zarar oluşur, ya da kayıp % 22. 100 dolar olursa, 1,000 dolar ya da % 11, 110 dolar olursa yüzde 22 kar elde edilir.

B : 10 kontrat için yatırım yapılır, herbiri 100 hisse. Eksersiz fiyatı 85 dolar. Her call opsiyonu 9 dolar premium, 1,000 call opsiyonu 9,000 dolar. Hisse fiyatı 85 doların altında olursa yatırım tutarının hepsi kaybedilir. Eğer hisse fiyatı 94 (85+9) dolar olursa, kar yada zarar sözkonusu olmaz. Getiri yüzde 0. Ancak 100 dolar olursa karınız 6,000 dolar ya da % 67, 110 dolar olursa 16,000 dolar ya da % 178 kara geçebilirsiniz . Yani yatırımınız tamamı ile zarar edebilirsiniz, ama tahmininiz doğru ise kar etmek mümkün olacaktır. Genelde ABD’de hisse senedi fiyatını etkileyecek çok önemli yasadışı bir bilgiye sahip olan kişiler (insider trading : içerden öğrenenlerin ticareti), call opsiyonlarını “leverage”, yani kaldıraç olarak kullanır ve sahip oldukların aktiflerle sınırlı olan kazanma şanslarını bu şekilde artırırılar.

C : 100 call opsiyonu alınır, 900 dolar, 85 dolar eksersiz fiyatı. Geriye kalan 8,100 dolar ile (ABD’de faizler düşük ya, 6 ay vadeli %6 faizli bir) bono alınır, bunun altı ay sonundaki değeri ise 8,343 dolar. Call opsiyonunun değeri ise 0 dolarla, 2,500 dolar arasında değişmekte (hisse senedi 70-110 dolar aralığındayken). Bunun sonucunda maksimum zarar % 7 iken, kar % 20 ile sınırlı. Yani çok daha düşük zararı göze alırken, sanki tamamını hisse senedini yatırmış gibi kar elde etme şansını elde edebiliyoruz.



Kaynak: www.ntv.msnbc.com

Grafikte görüldüğü gibi B şikkında görülen yüzde 100 call opsiyon yatırımı inanılmaz dar bir fiyat aralığında herşeyi kaybetme ya da çok kazanma şansı verirken, C şikkı, yani yüzde 10 opsiyon yatırımcısı hem kaybetme şansını yüzde 7'yle sınırlıyor, hem de kazanma şansını hisse senedi fiyatı arttıkça yatırımcısına neredeyse hisse senedi kadar kazanma şansı veriyor.”¹⁶

1.3.1.5 Opsiyon Sözleşmelerine Konu Ürünlerde Aranan Temel Özellikler

Borsalar,vadeli işlem sözleşmeleri ile bu sözleşmelerin işlem göreceği pazarları oluştururken, vadeli işlemin temel alacağı ürünün belli özelliklere sahip olmasını beklerler.Vadeli işlem sözleşmelerinin piyasa tarafından aranan ürünler olması için,üzerine vadeli işlem

sözleşmesi düzenlenen ürünlerin aşağıdaki şartları sağlaması gerekmektedir:

- Etkin ve derin bir nakit piyasanın varlığı (Zaman zaman derin bir spot piyasası olmayan ürünlerin üzerine de türev işlemler yapılmaktadır.)
- Değişken fiyatlar (volatility)
- Nakit piyasa fiyat düzeyine ilişkin etkin bilgi akışının olması
- Üyelerden güçlü destek ve talep
- Teslimat tarihi geldiğinde, teslimata yetecek kadar ürünün bulunabilmesi
- Engelleyici kuralların olmaması
- Nakit (spot) ürünün homojen olması
- Spot piyasada oluşan bir ihtiyacın karşılanması.

Opsiyonlar günümüzde son derece popüler olsalar da avantajlı ve dezavantajlı oldukları noktalar tartışıla gelmektedir. Aşağıdaki opsiyonların bazı avantajlı ve dezavantajlı noktalar listelenmiştir. Yatırımcılar bu noktalara dikkat ederek karar verme sürecini kolaylaştırabilirler

Avantajları:

- Son derece esnek araçlardır, istenilen ödeme planları için değişik kombinasyonlar yapılabilir.
- Çoklu gerçekleşme fiyatı ve teslimat tarihleri mevcuttur.
- Dinamik hedging stratejileri kullanılarak nötr risk durumları yaratılabilir.
- Birçok sözleşme oldukça likittir.

Dezavantajları:

- Primler çok değişken bir piyasada kayıp edilebilir.
- Primler değişken pazar şartlarında artar.
- Dinamik bir hedging işlem masraflar açısından bakıldığında pahalı olabilir.
- Satış pozisyonunda marjlar gerekir.

- Değişken piyasalarda alış satış fiyatlarındaki farklılık açıklanabilir.

Opsiyonlar birçok alanda kullanılmasına rağmen yine de tereddüt edilen noktalar mevcuttur. Bu noktaların başında ödenen primler gelmektedir. Birçok firma bu primlerden dolayı opsiyon kullanımına sıcak bakmamaktadır. Her ne kadar çok fazla bir ödeme gerektirmese de vadeli sözleşmelerin sunduğu cepten hiçbir para çıkmaması felsefesi opsiyon kullanımının istenilen düzeye çıkmasına engel olmaktadır.

Çağdaş finansal akımlar içinde sıfır primli opsiyon kullanımı için dizaynlar yapılmış ve uygulamalar başlamıştır. Yeni geliştirilen bu ürün sayesinde fiyatlandırmalar vadeli oranlara bağlanmış, ilk başa ödenen prim tamamen sıfırlanmış böylece hedge yapan kişiye beklentileri doğrultusunda avantajlı konumlar alma fırsatı yaratılmış olmaktadır.

1.3.2 Futures Sözleşmeler

Futures sözleşmesi futures borsasına, gelecekteki belirli bir tarihte belirli bir malın, hisse senedinin, borçlanma senedinin ya da yabancı paranın belirli bir miktarının teslimini şarta bağlayan sözleşmelerdir.

Futures sözleşmelerinin en önemli fonksiyonu, sözleşme konusu mal ve fiyatlarındaki düşme veya yükselme risklerine karşı alıcı veya satıcıyı korumalarıdır.¹⁷

Her bir sözleşmenin bir alıcısı ve bir satıcısı vardır. Sözleşmenin alıcısı uzun pozisyonda (long position), satıcısı kısa pozisyon (short position) dadır. Piyasada uzun pozisyonların sayısının kısa pozisyonlara eşit olması gerekir.

1.3.2.1 Futures Piyasaların Özellikleri

a) Futures Piyasalar Örgütlenmiş Borsalardır

Futures sözleşmelerine konu olan işlemler mutlaka futures işlem piyasasında yapılmak zorundadır. Chicago Board of Trade (Şikago Ticaret Borsası) dünyanın en eski ve geniş borsasıdır. Borsa kazanç amacı gütmeyen ve gönüllü üyelerce kurulmuş bir organizasyondur. Borsa üyeliği borsada işlem gören diğer varlıklar gibi satışa ve kiralamaya konu olabilir. Borsa üyeleri borsada işlem yapma yetkisine sahip oldukları gibi, borsanın işleyişine yön veren kuralların belirlenmesinde etkili olurlar.

Amerikan federal yasaları ve borsa kurallarına göre futures sözleşmeler belirli saatlerde ve pit denilen borsa binasının belirli bir katında yapılmak zorundadır. Hisse senedi piyasalarının aksine, futures borsası sisteminde, alıcı ve satıcı 'pit' denilen alanda karşılıklı olarak teklif yapmak suretiyle sözleşmeleri yaparlar. Pit alanında işlem yapanlar iki gruba ayrılabilirler. İlki kendi hesabına çalışıp bütün kar ya da zararı kendileri yüklenenlerdir. Diğeri ise broker olarak bir firmanın, bir müşterinin ya da Merrill Lynch gibi büyük brokerage firmalarının lehine hareket edenlerdir. Futures sözleşmelerine benzer sözleşmelerin yapıldığı forward piyasalar organize borsalara sahip değildirler. En gelişmiş forward piyasa yabancı para piyasasıdır. Dünya çapındaki bir bilgisayar ağı vasıtasıyla forward işlemler gerçekleştirilir.

b) Futures Piyasalarında Yapılan Sözleşmeler Standartlaşmış Sözleşme Şartlarına Göre Yapılırlar

“Futures kontratları kalite, miktar, teslim yeri ve tarihi açısından standart ve homojen'dir.”¹⁸ Futures piyasalarda yapılan sözleşmeler büyük çoğunlukla tek tiptir. Çünkü zaman içinde bu piyasalarda yapılan sözleşmeler standartlaşmıştır. Belirli bir zamanda ve belirli bir tarzda teslim edilecek malın özellikleri sözleşmede çok ayrıntılı bir şekilde açıklanmak zorundadır.

18KIRIM, Arman; Mali Dünyamızın yeni Kavramları: Factoring, Leasing, Forfaiting, Futures ve Options; İstanbul Mülkiyeliler Vakfı, Mayıs 1993, sf.125

Buna karşılık forward sözleşmelerde standardizasyon bulunmamaktadır. Üzerinde anlaşılan teslim tarihi taraflarca değiştirilebildiği gibi sözleşmenin yerine getirilmesini zorlayıcı herhangi bir mekanizma bulunmamaktadır.

Futures sözleşmelerde sözleşme konusu malın teslim tarihi, teslim yöntemi, futures sözleşmesine ilişkin meydana gelebilecek minimum ve maksimum fiyat değişimleri önceden belirlenmek zorundadır. Bu kurallar çok fazla sınırlayıcı olmasına rağmen, aynı zamanda futures ticaretini teşvik edici rol oynamaktadırlar. Çünkü futures ticaretine konu olacak mallar bir standarda bağlandığı için, piyasadaki herkes neyin satışa konu edildiğini, neyin alındığını çok iyi bilmektedir.

Bir futures sözleşmesinde standarda bağlanmış hususlar aşağıdadır.

- **Malın Kalitesi**

Futures sözleşmelerine konu olan mallar önceden özellikleri ayrıntılı olarak tespit edilmiş ve taraflarca bilinen mallardır. Örneğin Şikago borsasında (Chicago Board of Trade) işlem görecektir bir buğday futures sözleşmesi aşağıdaki buğday cinslerinden birisi için yapılmak zorundadır. "İki numaralı yumuşak kırmızı, iki numaralı sert kırmızı kışlık, iki numaralı siyah, kuzey baharlık ve bir numaralı kuzey baharlık buğday".

- **Malın miktarı**

Her futures sözleşmesinin, sözleşmeye konu olan malın, menkul kıymetin, paranın özelliğine göre farklı miktarlar üzerinden yapılması gerekmektedir. Örneğin bir kalorifer yakıtı futures sözleşmesi 1000 USD varili (42.000 gallons) kalorifer yakıtının teslimi için, bir soya fasulyesi futures sözleşmesi 60.000 pound (27240 kg) soya fasulyesinin teslimi için yapılmak zorundadır.

- **Teslim şartları**

Futures sözleşmelerine konu olan mal, menkul kıymet ya da yabancı paraların teslimi belli kurallar içermektedir. Örneğin bir

futures sözleşmesine konu olan buğday teslim tarihinde takas odası(clearinghouse) tarafından uygunluğu kabul edilen bir depoda bulunmak zorundadır. Satıcı teslim sırasında alıcıya bu deponun, buğdayın depolandığını gösteren belgesini sunmak zorundadır.

- **Teslim tarihi**

Futures sözleşmelerine konu olan mal, menkul kıymet ve yabancı paraların teslim tarihleri sözleşme konusu varlıklara göre değiştiği gibi bu sözleşmelerin vade tarihleri futures borsası tarafından belirlenmiş tarihlerde sona erecek şekilde yapılmak zorundadır. Örneğin buğday futures sözleşmeleri Temmuz, Eylül, Aralık, Mart ve Mayıs aylarında vadeleri dolacak şekilde yapılmak zorundadırlar. Bunun yanında teslim, teslim ayının herhangi bir iş gününde yapılabilecektir.

- **Gerçekleşebilecek minimum fiyat dalgalanması**

Her futures sözleşmesi, adım (tick) denilen sözleşme konusu mal,menkul kıymet ve paraların fiyatlarında meydana gelecek minimum değişiklikleri içermek zorundadır. Gerçekleşebilecek minimum fiyat değişikliklerinin oranı sözleşme türlerine göre değişmekte ve aynı mal için tek oran uygulanmaktadır. Örneğin buğday sözleşmeleri için minimum adım (tick) 12,5 \$ dir. Gümüş futures sözleşmeleri için ise her sözleşme için 5\$ dir.¹⁹

- **Günlük fiyat limitleri**

Bütün futures sözleşmeleri için bir günde meydana gelebilecek maksimum değişiklikler de önceden belirlenmiştir. Buğday sözleşmeleri için günlük maksimum fiyat hareketi 1,000 \$ ile sınırlandırılmıştır. Ya da başka deyişle bir buğday futures sözleşmesinin değerinde meydana gelecek değişme önceki günün kapanış değerine göre yukarıda belirttiğimiz tutarı geçemeyecektir. Eğer teslim ayı içerisinde bulunuluyorsa söz

¹⁹ CHANG, Carolayn W; and JACK S.K. Chang; Forward and Future Prices:Evidence from the Foreign Exchange Markets. Journal of finance 45; no:4; sf.1336

konusu fiyat değişikliği sınırlaması uygulanmamaktadır. Bunun yanında eğer sözleşme konusu malların fiyatlarının, çeşitli sebeplerle (örneğin 1991 yılında Irak'ın Kuveyt'i işgalinin petrol fiyatlarını büyük oranda değiştirmesi gibi) çok büyük oranda değişmesi durumunda daha büyük oranda fiyat hareketlerine izin verilebilmektedir.

c) Futures Piyasalar Takas Odası (Clearinghouse) Denilen Organizasyona Sahiptir

Futures ticaretinin düzgün bir şekilde yapılabilmesi için her futures borsası takas odası (clearinghouse) denilen , borsaya bağlı olarak kurulan yada ayrı bir ticari işletme olarak kurulabilen bir organizasyona sahiptir. Bu organizasyonun fonksiyonu futures sözleşmesine taraf olanların sorumluluklarını yerine getirmelerini garanti etmektir. Başka bir deyişle satıcının yalnızca takas odası(clearinghouse)'na karşı sözleşme konusu malı teslim etme sorumluluğunun bulunması, alıcının da yalnızca takas odasından sözleşme konusu malın teslimini isteme hakkının ve takas odasına karşı ödeme yapma sorumluluğunun bulunmasıdır.

Takas odası(clearinghouse) uygulamasının diğer bir fonksiyonu alıcı ve satıcı arasındaki güven sorununu ortadan kaldırarak futures sözleşmelerinin çok geniş bir alanda yapılmasını sağlamasıdır. Çünkü alıcı ve satıcı birbirini tanımasa ve güven duymasa bile satıcının takas odası (clearinghouse)'na karşı sorumlu olması alıcının da takas odasından (clearinghouse) sözleşme konusu malın teslimini isteme hakkının bulunması taraflar arasındaki güven sorununu ortadan kaldırmıştır.

Takas odası uygulamasında en önemli unsur bu organizasyonların güvenilirliğidir. Zira piyasaların başarı ve sürekliliğindeki en önemli pay bu kurumlara aittir. Bu nedenlerle takas odaları büyük, finansal yapıları çok güçlü organizasyonlar olarak örgütlenmişlerdir.

d) Futures Piyasalarda İşlem Yapanlar Günlük Denkleştirme (Daily Settlement) ve Teminat (Margin Payments) Denilen Yükümlülüklerle Haizdir.

Margin ödemeleri ve daily settlement denilen uygulamalar futures piyasaların sorunsuz çalışmasını gerektiren ve sorumlulukların yerine getirilmesini sağlayan diğer mekanizmalardır.

- **Margin Teminatı**

Bir futures sözleşmesi yapılmadan önce taraflar borsada işlem yapan bir aracı kuruma depozit yatırmak zorundadırlar. Amaç tarafları sorumluluklarını yerine getirmeye zorlamaktır. Depozit miktarı sözleşmeden sözleşmeye, aracı kurumdan aracı kuruma göre değişmektedir. Söz konusu margin nakit, banka teminat mektubu, ABD hazine bonosu olabilmektedir. Uygulamada üç türlü margin bulunmaktadır

- **Başlangıç (initial) Teminatı**; Herhangi bir futures sözleşmesi yapılmadan önce yatırılan paradır. Bunun miktarının söz konusu futures sözleşmesinde meydana gelebilecek bir günlük maksimum fiyat değişikliğine eşit olması gerekmektedir. . “Vadeli İşlemler Borsasına alıcı yada satıcı olarak giren her kimse başlangıç teminatı (initial margin) olarak bilinen bir miktar parayı, kayıtlı aracı kurum’una yatırmak zorundadır.”²⁰

Futures sözleşmesine ilişkin bütün sorumluluklar yerine getirilip sözleşme kapatıldıktan sonra söz konusu teminat taraflara iade edilmektedir.

- **Sürdürebilirlik (Maintainance) Teminatı**; Sözleşme süresi içinde eğer taraflardan birisi kayba uğrarsa , bu kayıp başlangıç depozitinden indirilir ve kayba uğrayan taraf bu kaybını telafi etmek zorundadır. “Eğer bu kayıplar başlangıç margininin %75’ ine ulaşırsa kayba uğrayan taraftan ek depozit yatırması

istenilir. Söz konusu %75'lik oran margin depoziti olarak adlandırılır.”²¹

- **Değişim Teminatı:** Futures sözleşmesine konu olan malın fiyatında meydana gelen değişiklik nedeniyle kayba uğrayan tarafından başlangıç depozitine ek olarak yatırılan depozit olarak adlandırılır.

Anılan depozitler niçin yapılmaktadır; Bunun cevabını futures piyasaların güvenilirliğini sağlayan bir diğer mekanizma daily settlement ile cevap verebiliriz. Çünkü söz konusu uygulama ile futures piyasalarında işlem yapanlar meydana gelen zararları, günlük olarak realize ederler ve yukarıda belirttiğimiz depozitler vasıtasıyla bunları telafi ederler.

1.3.2.2 Futures Piyasaların İşeyiş ve İşlem Amaçları Futures Piyasaların Temel Amaçları

a) Gelecekteki Fiyatların Doğru Bir Şekilde Tahmini

Bir futures sözleşmesi alıp satmak suretiyle, alım satım işlemine taraf olanlar fiyatı şimdiden belirlenmiş bir malı gelecekte alma ve verme yükümlülüğü altına girerler. Bu durum bir malın futures sözleşmesi ile belirlenmiş futures fiyatı ile teslim tarihindeki gerçek fiyatı arasındaki bir ilişki olduğunu göstermektedir. Çünkü piyasalardaki gözlemciler ya da piyasanın devamlı müşterileri futures fiyatlarını kullanmak suretiyle futures işlemlerine konu olan malların gelecekteki fiyatlarını tahmin edebilirler. Dolayısıyla bu bilgileri, üretilecek tarımsal ürünlerin piyasanın ihtiyacına göre ve kâr getirecek şekilde belirlenmesinde ya da yapılacak endüstriyel yatırımların bu fiyatları göz önünde bulundurarak yapılmasında kullanarak futures piyasaların sosyal bir fonksiyon görmesini sağlarlar.

**b) Spot Piyasadaki fiyat dalgalanmalarına karşı
Korunma (hedging)**

Futures piyasalar katılımcıları tarafından nakit piyasalara bir alternatif olarak değerlendirilmektedir. Özellikle çiftçiler tarafından hasat mevsiminde piyasanın alabileceğinden çok fazla ürünün ortaya çıkması durumunda ortaya çıkacak fiyat dalgalanmaları nedeniyle uğranılacak zararları giderdiği için futures piyasalar tercih edilmektedir. Çünkü çiftçiler futures sözleşmeleri bugünden satmak suretiyle gelecekte ortaya çıkacak ürünleri için önceden bir fiyat koymaktadırlar. Bu durum piyasanın diğer katılımcıları için de geçerlidir. Bir petrol rafinerisi işletmecisi gelecekte ham petrol fiyatlarında meydana gelecek artışlardan kendisini korumak için futures sözleşmelerine yönelmektedir. Ya da bir un fabrikası sahibi buğday fiyatlarında meydana gelebilecek olağanüstü artışlardan kendisini korumak için futures sözleşmeler yapmaktadır.

Bütün bu örneklerden de anlaşılacağı gibi futures piyasaların fonksiyonu, kendi içinde risk içeren ekonomik faaliyetlerdeki risk faktörünü olabildiğince en alt düzeye indirilmesinde kullanılıyor olmalarıdır. Bu da istikrarlı bir ekonomik yapının oluşmasına katkıda bulunmaktadır. Futures piyasaların hedging amacıyla kullanılmasını aşağıdaki örnekle açıklayabiliriz.

Örnek: Bir ithalat/ihracat firması Japonya 'dan alacağı saatler için yedi ay sonra yapacağı Japon Yeni ödemesini ,şimdiden gelecekteki kur riskine karşı korumak istemektedir. Her bir saat için şimdiden 2850 JY ödenmesine karar verilmiş ve 15000 adet saat için ithalatçının 42.750.000 JY ödemesi gerekir. 11 Aralık tarihli \$/JY paritesi aşağıdaki gibidir.

SPOT	0.004173
HAZİRAN FUTURES	0.004200
EYLÜL FUTURES	0.004237
ARALIK FUTURES	0.004265

Spot fiyatlarla ödenecek tutar 178,396 \$ dır.Aralık futures fiyatı ile ödenecek tutarın dolar karşılığı 182,329 \$ dır. Eğer malın teslimi Aralıkta yapılırsa, 178,396 \$ yerine 182 .329 \$ ödenecektir. Teslimatın Kasım ayında gerçekleşmesi beklendiğinden, döviz pozisyonunu riskten korumak isteyen ithalatçı, Aralık futures sözleşmesi yapar.

Her bir futures sözleşmesi 12.5 milyon Japon Yeni üzerinden yapıldığı için ithalatçı (12.5*3) 37.5 milyon yenlik borcunu riske karşı korumuştur.

1.3.2.3 Futures Piyasaların İşleyişi

Futures borsalarında futures ticareti ile ilgili bütün işlemler borsada işlem yapma yetkisine sahip (sandalye sahibi olan) üyeler tarafından yapılmak zorundadır. Bir üye kendi hesabına "Takas odasına(clearinghouse) margin yatırmak ve futures işlemi için gerekli harcı ödemek suretiyle futures sözleşmesi yapabilir.

Borsa üyesi olmayan bir kişi (Bu kişi bir banka,küçük bir işletme ya da uluslararası çapta bir şirket olabilir.) futures işlemlerine borsa üyeleri aracılığı ile yapabilmektedir. Bunun için borsa üyesine futures sözleşmesi yapılması için istekte bulunulup, borsa üyesinin hesabına futures sözleşmesinin gerektirdiği depozit tutarını yatırmak zorundadır. Eğer borsa üyesi aynı zamanda borsa komisyoncusu (broker) ise gerekli komisyonun da ödenmesi gerekmektedir.

a) Futures Piyasalarında İşlem Yapma Amaçları

Futures işlemlerine girmeyi motive eden 3 önemli sebep vardır. Bu sebepler spekülasyon, hedge yani gelecekteki fiyat değişmelerine karşı riski azaltma işlemi ve arbitrajdır. Aşağıda bunlar kısaca incelenmiştir.

- **Spekülasyon Amacı:** Bir spekülâtör kazanç elde etme amacıyla futures işleme taraf olan ve risk üstlenen kimsedir. Bazı spekülâtörler ekonomik ve teknik analizlere dayanarak gelecekte futures işlemlerine konu olan malların fiyatlarını tahmin etmeye çalışır ve buna uygun futures işlemlerine girerler. Futures borsalarında spekülasyon amacıyla futures sözleşmesi yapanlar "pit traders" ve "floor trader" denilen borsa tükeleridir.
- **Riski azaltma Amacı (hedging):** Bir hedger gelecekte mal fiyatlarında, hisse senedi fiyatlarında, döviz fiyatlarında ve faiz oranlarında meydana gelecek hareketlerin sebep olduğu risklerden kendisini korumak için futures piyasalarını kullanır. Bunlar bankalar, küçük işletmeler, uluslararası şirketler olabilir. Bunu bir örnekle açıklamaya çalışalım.

Varsayalım ki bir hava yolu şirketi gelecekte uçak yakıtı fiyatlarında meydana gelecek bir artışın şirketin maliyetlerini tahmin edilenden çok fazla artırabileceğini düşünmektedir. Bu nedenle her yıl 3 er aylık futures sözleşmeleri yapmak suretiyle uçak yakıtı maliyetlerini sabitleyebilir ve meydana gelecek maliyet artışını önceden belirleyebilir. Bu sözleşmenin doğal sonuçlarından birisi uçak yakıtı fiyatlarında herhangi bir artışın meydana gelmemesi yada düşüşün olmasıdır. Bu durumda da havayolu firması zarar edecektir. Ancak kendisini meydana gelebilecek büyük risklerden korumuş olacaktır.

- **Arbitraj Amacı :** “Arbitrajcılar, Hedger’lardan ve spekülâtörlerden farklı olarak piyasalar arasında veya zaman içindeki tesbit edilemeyen fiyat farklarından yararlanarak kar

elde etmeye çalışırlar.”²² Arbitraj saiki ile işlem yapanlar futures sözleşmeleri yapmak suretiyle futures piyasaları ile nakit piyasalar ve futures borsalarının kendi aralarındaki fiyat farklılıklarından yararlanıp kazanç elde etmeye çalışırlar.²³

1.3.2.4 Yatırımcı Emir Çeşitleri

- **Pazar Emri;** komisyoncuya mümkün olan en iyi fiyattan bir futures işlemine girmesi için emir verilir.
- **Değerlendirme Emri ;** komisyoncuya futures işlemine girerken takdir hakkı verir. Borsa komisyoncusu işlem yaparken değerlendirmede bulunabilir.
- **Limit Emri;** borsa komisyoncusu futures sözleşmesine girerken belli bir fiyatla sınırlıdır. Ya da başka deyişle böyle bir emir ancak müşterinin istediği fiyattan gerçekleştirilebilir.
- **Dur Emri ;** borsa komisyoncusu pazar fiyatı belli bir seviyeyi geçtikten sonraki herhangi bir fiyattan futures sözleşmeleri yapabilir.
- **Alternatif Emir;** bir yatırımcının iki emir verip, bunlardan herhangi birisinin yerine getirilmesini istemesidir.

1.3.2.5 Futures Piyasalarında Hesap Kapamalar

Bir futures sözleşmesinin kapatılması; Bir futures sözleşmesinin kapatılması için üç çeşit yöntem vardır. Bu yöntemler teslim ya da nakit ödeyerek hesabı kapatma, offset ya da ters işlem ve fiziksel mallar ile değiştirmedir. Söz konusu yöntemler aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmaya çalışılmıştır.

- **Teslim ya da nakit ödeyerek hesabın kapatılması (delivery or cash settlement);** Çoğu futures sözleşmeler vade sonunda sözleşme konusu malın sözleşmede belirtilen yerde teslimi için yapılır ve teslimin gerçekleşmesiyle son bulurlar. Ancak son

22 ERYÜREK, Şenay; Uluslararası Bankacılıkta Döviz Pozisyonu ve Döviz Ticareti, Anadolu Bankası Yayınları No:3,1987 sf.38

23 CAMPA, Jose M and CHANG kevin P.H, “Arbitrage based Tests of Target Zone Credibility, American Economic Review 86 ; no.4 sf. 40

yıllarda cash settlement denilen yeni bir hesap kapatma yönteminin uygulanmasına borsalar tarafından izin verilmektedir.

Bu yönteme göre vade sonunda taraflar birbirlerinin kayıplarını giderecek şekilde ödeme yaparak futures sözleşmesini kapatabilirler.

Örneğin: 3 ay sonra teslim edilmek üzere bir kalorifer yakıtı futures sözleşmesi yapıldığını ve vade sonunda kalorifer yakıtının fiyatının sözleşmenin yapıldığı tarihteki spot fiyatla aynı olduğunu varsayalım. Bu durumda kalorifer yakıtını alacak olan taraf zarar edecek (çünkü sözleşme yapılırken futures fiyatların spot fiyatlardan yüksek olduğu varsayılmıştır.) satacak olan taraf ise kar edecektir. Sonuçta alıcı satıcının kârını ya da başka deyişle sözleşme fiyatı ile spot piyasa fiyatı arasındaki farkı ödemek suretiyle sözleşmeyi kapatabilecektir. Futures sözleşmelerinin teslim ya da nakit ödeme suretiyle kapatılmasının oranı diğer kapatma yöntemlerine göre azdır.

Offset ya da ters işlem (reversing trade)

Futures sözleşmesine bir malın alıcısı olarak katılan taraflardan birisi bir süre sonra futures sözleşmesini iptal etmek yerine üçüncü bir kişiyle, bu kez daha önce yaptığı futures sözleşmesine konu olan malın satıcısı olarak, ilk sözleşmenin vadesinin bitiş tarihinde sözleşme konusu malı teslim edeceğine ilişkin yeni bir sözleşme yapar. Bu işlemler, aynı mal için alıcı ve satıcı olarak iki defa futures sözleşmesi yapan kişinin takas odasına karşı sorumluluklarını ortadan kaldırmakta ya da başka deyişle takas odası tarafından sözleşme konusu malın teslimi için sorumlu tutulmamaktadır. Bu durum futures sözleşmelerinin kapatılmasında offset yöntemi olarak adlandırılmaktadır. Offset yöntemi aşağıdaki örnek yardımıyla daha kolay anlaşılacaktır.

Örnek: A çiftçisi ve C Buğdaycılık A.Ş. 1 Mayıs 1999 tarihinde Eylül 1999 vadeli bir futures sözleşmesi yapıyorlar. Bu sözleşme ile A çiftçisi 100 ton buğdayı Eylül ayında tonu 200 \$ dan

teslim etmeye söz veriyor. C Buğdaycılık A.Ş. sözleşme konusu buğdayı Eylül ayında sözleşmede belirtilen (200 \$) fiyattan almayı garanti ediyor.

Ancak 20 Mayıs 1999 tarihinde C Buğdaycılık A.Ş. Y Değirmencilik A.Ş. ile yine Eylül 1999 vadeli bir futures sözleşmesi yapıyor. Bu sözleşmeye göre C Buğdaycılık A.Ş. Eylül ayında tonu 220 \$ dan 100 ton buğdayın teslimini garanti ederken Y Değirmencilik A.Ş. ise anılan buğdayı satın almayı garanti ediyor.

Bu işlemlerden sonra ABD Futures piyasasının en önemli ayağı olan Takas odaları sözleşme konusu malların tesliminden sadece A ÇİFTÇİSİNİ ve satın alınmasından da sadece Y DEĞİRMENCİLİK A.Ş.'yi sorumlu tutmaktadırlar. C Buğdaycılık A.Ş.'nin ise herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Futures sözleşmesi yapan taraflar "exchange -for-Physicals" denilen işlemi yapmak suretiyle sözleşmeye ilişkin sorumluluklarını sona erdirebilirler. Bu yöntemi bir örnekle açıklamaya çalışalım.

Örnek: Tüccar A , Ekim 1998 ayında uzun süreli bir buğday futures sözleşmesi yapmıştır. Bu tüccar sözleşmeye göre 6 ay sonra söz konusu buğdayı teslim alacaktır. Tüccar B ise Tüccar A nın yapmış olduğu futures sözleşmesinin diğer tarafı ya da başka deyişle vade sonunda buğdayı teslim edecek olan taraftır. Ancak Tüccar A nın Kasım 1998 ayında acilen buğdaya ihtiyacı vardır. Bu sırada futures sözleşmesinin diğer tarafı Tüccar B' nin elinde de Tüccar A nın ihtiyacını karşılayacak yeteri kadar buğday vardır. Tüccar A ve Tüccar B aralarında anlaşarak belli bir fiyattan söz konusu buğday Tüccar A tarafından satın alınır ve daha önce yapılmış olan futures sözleşmesi iptal edilir. Tarafların aralarında yaptıkları EFP ve futures sözleşmesinin iptal edildiğine ilişkin bilgileri ilgili futures borsasına bildirmeleri gerekmektedir.

Futures sözleşmelerinin kapatılmasına ilişkin bu yöntemin önemli özelliği, futures sözleşmelerine ilişkin bütün işlemlerin PIT denilen alanda yapılması kuralına karşı EFP işlemlerinin söz konusu

alanın dışında yapılmasıdır. Zira iki tüccar pit alanının dışında aralarında anlaşarak futures sözleşmesini sona erdirmişlerdir.

1.3.2.6 Futures Piyasalarda Sözleşme Türleri

Futures piyasasında yapılan sözleşmeler dört temel gruba ayrılmaktadır. Sözleşme konusu olan mal fiziksel bir mal, bir yabancı para (döviz), faiz oranı olan sermaye veya bir borsa endeksi (genellikle bir hisse senedi endeksi) olabilmektedir. Halen 50' nin üzerinde mal futures sözleşmelerine konu olabilmektedir. Aşağıda söz konusu gruplandırmaya göre futures sözleşmelerini incelemeye çalışacağız.

a) Fiziksel Mal Futures Sözleşmeleri

Tarımsal ürünlerin konu olduğu futures sözleşmeleri 1850' li yıllardan beri yapılmaktadır. Futures sözleşmelerine konu olan tarımsal ürünlerin en önemli özelliği mevsimsel olarak üretilmeleri ve elde edilecek ürün miktarı hakkında pek çok belirsizliği beraberlerinde taşımalarıdır. Hava şartları ürün rekoltesi hakkında en önemli belirleyicidir. Bunun yanında çiftçilerin üretim kararlarının bilinmemesi hasat mevsiminde piyasanın alabileceğinden çok fazla ya da çok az ürünün piyasaya çıkmasına sebep olmaktadır.

Yukarıda belirtilen nedenlerle tarımsal ürün fiyatları bu belirsizlikten etkilenmektedir. Hasat mevsiminde tarımsal ürünlerin nakit piyasa fiyatları düşük düzeyde seyretmekte kış döneminde ise en yüksek seviyesine çıkmaktadır.

• Futures Sözleşmelerine Konu Olan Tarım Ürünleri

Şunlardır

- Tahıllar (Buğday, Arpa, Mısır, Soya fasulyesi)
- Soya Fasulyesi ve ürünleri.
- Canlı hayvan ve hayvan ürünleri.
- Kahve

Futures Sözleşmelerine Konu Olan Metal Ürünler Şunlardır

- Altın, gümüş ve platin gibi kıymetli madenler.

- Bakır ve alüminyum gibi endüstriyel üretimde kullanılan madenler.

Söz konusu metaller uluslararası arenada dünya çapında gelişmiş bilgisayar ağı vasıtasıyla çok kolay alınıp satılabilmektedirler. ABD `de başlıca metal futur sözleşmeleri altın, gümüş, bakır ve platin üzerinden yapılmaktadır.

b) Petrol Futures Sözleşmeleri

1970' li yılların başına kadar petrol piyasası istikrarlı bir piyasa idi. Petrol fiyatları petrol şirketleri arasındaki uzun vadeli sözleşmeler ve hükümet kararları ile belirleniyordu. 1973 petrol krizinden sonra petrol fiyatları aşırı derecede arttı ve çok değişken bir yapıya kavuştu. ABD'de petrol fiyatları üzerindeki kontrolün kaldırılması, spot piyasaların gelişmesi ve OPEC içindeki anlaşmazlıklar söz konusu fiyatlardaki dalgalanmayı artırdı. "Bu yılda petrol krizinin neden olduğu enflasyon, Keynes politikaları yerine parasal iktisatçıların ideolojisinin benimsenmesine neden oldu."²⁴

Petrol fiyatlarındaki istikrarsızlık petrol ve petrol ürünleri futures piyasasının gelişmesine öncülük etti. ABD' de en önemli petrol futures borsası Newyork Ticaret Borsası (Newyork Merchantile Exchange)dir. Petrol ve petrol ürünlerinden futures sözleşmelerine konu olanlar ham petrol, benzin, kalorifer yakıtı ve propan dır.

Örnek: Newyork Ticaret Borsasında yapılan bir ham petrol sözleşmesi 1000 ABD varili (158,760 ton) ham petrol üzerinden yapılmaktadır. Söz konusu sözleşmeler yılın herhangi bir ayında vadeleri sona erecek şekilde yapılabilmektedir. Sözleşmede vade sonunda teslim edilecek petrolün özellikleri ayrıntılı olarak belirlenmektedir. Genelde kabul edilen ham petrol cinsi West Texas intermediate dir. Eğer bunun yerine başka cins ham petrol teslim edilirse bu yine futures borsası tarafından belirlenen fiyat düzeltmelerine göre yapılacaktır. Ayrıca taraflar aralarında anlaşarak teslimine ilişkin başka şartlar da belirleyebileceklerdir. Sözleşme

başına meydana gelebilecek günlük minimum fiyat değişikliği ise 10 \$ olarak belirlenmiştir.

Diğer futures sözleşmelerine konu olan mallar gibi, ham petrol futures sözleşmelerinin başlıca kullanıcıları ileride ham petrol fiyatlarında meydana gelecek beklenmeyen artışlardan kendilerini korumak isteyen rafineri işletmecileridir. Bunun karşısında ise ham petrol fiyatlarında meydana gelecek beklenmeyen düşüslere karşı kendilerini garanti altına almak isteyen ham petrol üreticileri bulunmaktadır..

Diğer mal futures sözleşmeleri; Son yıllarda futures sözleşmesine konu olan malların yanına yenileri eklenmiştir. Bu mallar nonfat süt (1998 yılından itibaren), peynir (1997' den itibaren), doğalgaz ve elektrik enerjisidir.

c) Faiz Futures Sözleşmeleri

İlk faiz futures sözleşmeleri 1975 yılında yapılmaya başlandı. Söz konusu sözleşmeler başarılı bir şekilde genişleyerek 1990 li yıllara kadar 800 milyar dolarlık bir büyüklüğe ulaştı. ABD futures piyasasında yapılan sözleşmelerin tamamına yakın bölümü Şikago Ticaret Borsasında ve Şikago Uluslararası Para piyasasında yapılmaktadır. Halen yukarıda belirttiğimiz borsalarda yapılan faiz futures sözleşmelerinin başlıcaları aşağıdadır.

- Hazine bonusu futures sözleşmeleri.
- Eurodollar hesapları üzerinden yapılan futures sözleşmeleri.
- Belediye (Municipal)bonoları üzerinden yapılan futures sözleşmeleri.
- Vadeli mevduat Hesapları futures sözleşmeleri (certificate of deposits yada CD hesapları).

d) Hisse Senedi Futures Sözleşmeleri (Stock Index Futures)

Hisse senetleri futures sözleşmelerine konu olmaya 1980' li yıllarda başladı ve takip eden yıllarda, futures sözleşmelerinin vazgeçilmez araçlarından birisi haline geldi. Çünkü hisse senetleri üzerinde yatırım yapanlar futures sözleşmeler yoluyla söz konusu senetlerin fiyatlarında

ileride meydana gelecek dalgalanmaları kontrol edebilme imkanına kavuşmuşlardı. Böylece hisse senetlerine yapılan yatırımlardaki fiyat dalgalanmaları nedeniyle meydana gelebilecek dalgalanmaları en alt düzeye indirebiliyorlardı.

Bir hisse senedi futures sözleşmesi, basitçe, bir hisse senedini gelecekte belirli bir fiyattan alıp satma sözleşmesidir. Amerika Birleşik Devletleri'nde hisse senetleri üzerinden yapılan futures sözleşmeleri 4 önemli hisse senedi borsası endeksine göre yapılmaktadır. Bu endeksler Standart and Poors 500, Newyork hisse senedi borsası, Şikago Ticaret Borsası Major Market ve Kansas Ticaret Borsası Value Line endeksleridir.

e) Döviz Futures Sözleşmeleri

Paralar hem futures piyasalarında hem de forward piyasalarında yoğun bir şekilde gelecekteki alım ve satım işlemlerine konu olmaktadır. Yabancı paralar çok eskiden beri forward sözleşmelerine konu olurken 1972 yılından itibaren Şikago Emtia Borsasında (Chicago Merchantile Exchange) Uluslararası Para Piyasasının kurulmasıyla, futures sözleşmelerine de konu olmaya başladılar.

Yabancı paraların konu olduğu futures sözleşmelerinin yapılmasındaki temel amaç futures piyasasında hedging denilen, döviz fiyatlarında gelecekte meydana gelebilecek artışlar ya da yükselişler nedeniyle iş riskini mümkün olduğunca en aza indirmektir. Bunu bir örnekle açıklamaya çalışalım.

Örnek: Varsayalım ki 20 Mayıs 1999 tarihinde bir Amerikan firması Aralık 1999 da teslim edilmek üzere bir Japon firmasına toplam 202.000 Japon Yeni tutarında 100.000 adet motosiklet sipariş ediyor. Amerikan firması gelecekte Japon Yeninin değerinin artacağını dolayısıyla ödeme tarihinde gerekli Yen tutarını satın almak için daha fazla Amerikan Doları ödeyeceğinden endişe ediyor. Dolayısıyla Aralık 1999 vadeli bir Japon yeni futures sözleşmesi yaparak (Bu tarihte sözleşme tutarı kadar Japon Yeninin teslimini garanti eden bir sözleşme) kendisini Japon Yeni karşısında Amerikan Dolarında meydana gelecek değer düşüklüğüne karşı garanti altına alıyor.

Yukarıda da belirttiğimiz gibi ABD'deki başlıca yabancı para futures borsası International Money Markets yani Uluslararası Para Piyasası. (1997

yılında GLOBEX 2 adında yeni bir sistem kurularak dünya çapında 24 saat işlem yapma imkanı getirilmiştir.) Söz konusu borsada şu sıralarda İngiliz Poundu , Kanada Doları , Alman Marki, Japon Yeni, İsviçre Frangı ve Avustralya Doları ve son yıllarda futures sözleşmeleri kapsamına alınan döviz futures sözleşmelerine konu olmaktadır. Döviz futures sözleşmeleri adı geçen dövizlerin dolar değerinde meydana gelecek değişiklikleri yansıtacak şekilde dizayn edilmişlerdir. Euro çapraz kur futures sözleşmeleri ise Euro'ya karşı önemli para birimlerinin (İngiliz poundu, Alman Markı ve Japon Yeni) değerlerinde meydana gelecek değişiklikleri yansıtmak için dizayn edilmişlerdir

1.3.2.7 Vadeli İşlem Fiyatlarının oluşumu

Açığa satışı ait sınırlamaların, alım-satım maliyetlerinin olmadığı ideal piyasa şartlarında vadeli işlem fiyatı ile spot fiyat arasında taşıma maliyetine bağlı bir ilişki vardır. Bu ilişkiyi gösteren denklem aşağıda yer almaktadır:

$$F_{0,t} = S_0 (1 + c)$$

$F_{0,t}$: t zamanındaki teslim için $t=0$ 'daki vadeli işlem fiyatı

S_0 : Malın $t=0$ 'daki spot fiyatı

c : Malı vade tarihine kadar taşıma maliyeti (spot fiyatın yüzdesi cinsinden)

Bu dengenin bozulması halinde yatırımcılar arbitraj kazancı sağlama imkanına sahiptirler.

Eğer $S_0 < F_{0,t}$ olursa yatırımcı borç alarak spot mal satın almakta, vadeli işlem sözleşmesi satmaktadır. Vade tarihinde sözleşme karşılığı malı teslim ederek kazanç sağlamaktadırlar. Tablo 1'de bu durum gösterilmektedir.

İdeal piyasa şartlarında,spot fiyatın vadeli işlem fiyatından az olduğu durumdaki arbitraj kazancı

Tablo-6:	nakit akışı
T=0 yatırımcı c faizle borç alır.	+So
Bu parayla spot piyasada mal alır, depolar.	-So

Söz konusu mala ait vadeli işlem sözleşmesi satar .	+ Fo,t
t tarihinde sözleşmeye konu olan malı teslim eder , vadeli işlem piyasasındaki pozisyonunu kapatır.	
t=0'da aldığı borcunu faizi ile birlikte öder.	- So(1+c)

Sonuç: $Fo,t - So(1+c)$

$So < Fo,t$ olduğu için $Fo,t - So (1+c) > 0$ dır.

Yatırımcı arbitraj kazancı sağlamıştır.

Eğer $So > Fo,t$ olursa , t tarihinde bedelini ödeyeceği vadeli işlem sözleşmesini satın alan yatırımcı malı açığa satmakta , aldığı parayı faiz geliri elde edecek şekilde sözleşme vadesine eşit vadeyle borç vermekte , vade tarihi geldiğinde vadeli işlem sözleşmesinin bedelini ödeyerek pozisyonunu kapatmaktadır. “Yani vade sonu gelmeden bunu yine spot piyasadan satın alıp, vadesine kadar bekletir ve teslim eder. Bu durumda taşıma maliyeti taşıma maliyeti ve eğer bu bir meta ise depolama maliyeti ve sigorta maliyeti doğuracaktır.”

²⁵ Tablo 2 ' de bu durum gösterilmektedir.

İdeal piyasa şartlarında,spot fiyatın vadeli işlem fiyatından fazla olduğu durumdaki arbitraj kazancı ↓

TABLO- 7:	nakit akışı
t=0'da Yatırımcı bedelini vade tarihi t'de ödeyeceği vadeli işlem sözleşmesini satın alır.	
Sözleşmeye konu olan malı açığa satar.	+ So
Geliri c faizle sözleşme vadesinin sonuna kadar borç verir.	- So
t tarihinde yatırımcı daha önce aldığı vadeli işlem sözleşmesinin bedelini ödeyerek malı teslim alır.	- Fo,t
Açığa satmış olduğu malı yerine koymuş olur.	
Verdiği borcu faizi ile birlikte geri alır.	+ So(1+c)

Sonuç: $-F_{0,t} + S_0(1+c)$

$S_0 > F_{0,t}$ olduğu için $-F_{0,t} + S_0(1+c) > 0$ dır.

Yatırımcı arbitraj kazancı elde etmiştir.

Yatırımcıların Tablo 1 ve 2' deki arbitraj işlemine girmeleri durumunda oluşan talep değişimi sonucu vadeli fiyat $F_{0,t} = S_0(1+c)$ bağıntısını sağlayacak düzeye gelmektedir.

Tablo 1 ve 2'den de anlaşıldığı gibi ancak $F_{0,t} = S_0(1+c)$ ya da $S_0(1+c) < F < S_0(1+c)$ durumunda arbitraj imkanı ortadan kalkmaktadır .

Fakat gerçek piyasada ideal piyasadaki farklı olan bazı özellikler, sınırlamalar bulunmaktadır.

Alım satım masrafları , açığa satıştaki sınırlamalar , sahip olunan finansal varlıktan sağlanan nakit akışı (örneğin hisse senedi kâr payı gelirleri, bankaya yatırılan dövizden sağlanan gelirler) depolamadaki zorluklar söz konusu sınırlamaları oluşturmaktadırlar.

Alım satım masrafları sözleşme alım satımı sırasında brokera ödenen komisyonlardan ve işlem masraflarından oluşmaktadır .

Açığa satış yapma imkanı mümkün olsa bile bu satıştan sağlanan fonun bir bölümü zarara karşı teminat olarak tutulduğu için fonun tamamı kullanılamayacaktır.

Ayrıca finansal varlıktan sağlanan nakit akışı (kar payı elde edilmesi , kupon veya faiz gelirleri) taşıma maliyetini etkilemektedir.

k : Açığa satıştan elde edilen fonun kullanılabilir kısmı $0 < k < 1$
 T : Alım satım masrafları $c' =$ Net taşıma maliyeti = (Vade tarihine kadarki taşıma maliyeti ile Vade tarihine kadar sahip olunan varlıktan sağlanan getiri arasındaki yüzde cinsinden fark)

Bu durumda vadeli fiyat aralığı şu duruma dönüşmektedir :

$$k S_0(1+c') - T < F_{0,t} < S_0(1+c') + T$$

Bu arada her malın depolama konusunda kendine has özellikleri olduğunun göz önüne alınması gerekmektedir . **Örneğin** madenleri uzun süre depolamak mümkün olduğu halde, yumurta gibi, bayatlayan ürünleri uzun süre depolamak mümkün değildir. Ayrıca stoklama politikalarında just - in - time yöntemini kullanan firmaların aşırı taleple karşılaştıkları durumlarda yaşadıkları arz problemi vadeli işlem fiyatlarının yükselmesine neden olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin yarattıkları talebin düzensiz bir yapıya sahip olması da vadeli işlem fiyatlarını etkilemektedir.

II. BÖLÜM

DÜNYADA VADELİ İŞLEM PİYASALARI VE GELİŞMELERİ

Günümüzde vadeli işlemler piyasalarının önemi dünya ülkelerinde hızla artmaktadır. Bu piyasalar Amerika Birleşik Devletlerinde ortaya çıkmakla beraber hızla diğer dünya ülkelerinde de yaygınlanmıştır. Bölümümüze dünyadaki bazı vadeli işlemler piyasalarının adlarını belirterek başladıktan sonra bazı endekslerin özellikleri anlatılacaktır. Bu bölümde son olarak da Fransa ve Brezilyadaki vadeli işlemler piyasalarının genel çalışma şartları anlatılacaktır.

2.1 Başlıca Vadeli İşlem Borsaları ve Endeksleri

- Belli başlı vadeli işlem borsaları ,
- Chicago Board of Trade
- Chicago Mercantile Exchange
- Kansas City Board of Trade
- New York Futures Exchange
- New York Mercantile Exchange
- New York Cotton Exchange
- Midamerica Commodity Exchange
- London International Futures Exchange
- Marché à terme International de France
- Tokyo International Financial Futures Exchange
- Bolsa de Mercadorias & Futuros
- Singapore International Monetary Exchange
- Hong Kong Futures Exchange
- New Zealand Futures Exchange
- Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieros
- Kuala Lumpur Options and Financial Futures Exchange

- Borsa Italia
- Belgian Futures & Options Exchange

Standard And Poor' s 500 Endeksi

Piyasalarda en yaygın olarak kullanılan Standard and Poor's 500 endeksi yüzde 93 'ü New York Menkul Kıymetler Borsasında (NYSE) geri kalanı da Amerikan Menkul Kıymetler Borsası (AMEX) ve tezgah üstü piyasada işlem gören 500 şirketin hisse senetlerine göre hesaplanmaktadır. Alım satımı Chicago Ticaret Borsasında (CME) yapılan S&P 500 endeksi değer ağırlıklı endeks hesabına göre hesaplanmaktadır.

Çok miktarda istikrarlı hisse senedi içerse de endeks, arbitraj ve program trading nedeniyle önemli ölçüde dalgalanma göstermektedir . Piyasa kapitalizasyonları yüksek 200 farklı hisse senedi ile arbitraj portföyü oluşturarak S&P 500 endeksini ikame etmek mümkündür.

New York Menkul Kıymetler Borsası (NYSE) Bileşik Endeksi

NYSE'de işlem gören bütün hisse senetlerini içermektedir. Hisse senetlerinin sayısı 1520 adettir. Endeksin alım satımı New York Vadeli İşlemler Borsası NYFE'de yapılmakta ve değer ağırlıklı endeks hesabına göre NYSE bileşik endeksi hesaplanmaktadır.

S&P 500 endeksi büyük oranda NYSE'de işlem gören hisse senetlerini içerdiği için NYSE bileşik endeksi ile S&P 500 endeksi arasındaki korelasyon katsayısı 1 'e yakındır.

Major Market Endeksi

1980'lerin başında Dow Jones Endüstriyel Ortalama (DJIA) Endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin Chicago Board of Trade' de (CBT) işlem görmesine izin verilmemesi üzerine CBT Major Market Endeksini (MMI) oluşturmuştur. DJIA' de yer alan 20 şirketten çoğu MMI' de dahil edilmiştir. Bu nedenle MMI değeri DJIA değerine benzerdir.

Endeksi oluşturan hisse senetlerinin değiştirilmesinden (endekse yeni hisse senedi dahil edilmesinden veya endeksten hisse senedi çıkartılmasından) kaynaklanabilecek yapay değişimleri önleyebilmek

amacıyla MMI hesabında bölen kullanılmaktadır. MMI' nin en önemli dezavantajı piyasa değeri küçük olan şirketle büyük olan şirketi eşit olarak kabul etmesidir. Ayrıca MMI 20 adet hisse senedinden oluştuğu için arbitrajı vadeli işlem piyasasında en kolay olan endekstir. MMI' inin standart sapması VLI, S&P 500 ve NYSE endeksine göre daha fazladır.

Value Line Endeksi

Endeksi oluşturan toplam hisse senedi sayısı 1700' dür. Alım satımı Kansas City Board of Trade' de (KCBT) yapılmaktadır. Eşit ağırlıklı endeks hesaplama yöntemiyle geometrik ortalama alınarak hesaplanmaktadır :

Value Line (VL) Endeksi çok sayıda hisse senedi içerdiği için standart sapması S&P 500, Major Market ve NYSE endekslerine göre daha düşüktür . Ayrıca VL endeksi ile söz konusu diğer 3 endeks arasındaki korelasyon endeks hesaplama yöntemindeki farklılık nedeniyle zayıftır. Value Line endeksinin içerdiği hisse senetlerinin % 10 'u tezgah üstü piyasada işlem gördüğü için ekonomik haberlerin piyasaya ulaşması ile işlemin gerçekleşmesi arasında geçen sürenin uzun olması nedeniyle endeks portföyün gerçek değerini yansıtmamakta, bu nedenle de arbitrajcılardan fazla ilgi görmemektedir. Portföyünde tezgah üstü piyasada işlem gören hisse senetlerini bulunduran portföy yöneticileri ise spot portföylerine daha çok benzediği için Value Line sözleşmelerini tercih etmektedirler.

Cac 40 Endeksi

Bu endeks Fransız borsasında işlem gören hisse senetleri içinde işlem hacmi ve kapitalizasyon değeri en yüksek 40 adet hisse senedi kullanılarak hesaplanmaktadır. CAC 40 endeksi ile ilgili vadeli işlemler Marché a Terme International de France (MATÍF) da gerçekleştirilmektedir.

FT-SE 100 Endeksi

Bu endeks İngiliz hisse senedi piyasasında işlem gören piyasa kapitalizasyonu en yüksek 100 hisse senedi kullanılarak hesaplanmaktadır. FT-SE 100 ' e ait vadeli işlem sözleşmelerinin alım satımı London International Financial Futures Exchange'de gerçekleştirilmektedir.

Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmelerinden Bazıları ve Özellikleri					
Sözleşme		Değer	Endekse Dahil Hisse senedi sayısı	Fiyat adımı	Son işlem günü
S&P500	Chicago Mercantile Exchange	Borsa 500\$ xendeks	500	500 x 0,05 = 25 \$	sözleşme ayındaki 3.perşembe
NYSE	New York Futures Exchange	500\$ xendeks	1700	500 x 0,05 = 25 \$	sözleşme ayındaki 3.perşembe
Value Line	Kansas City Board of Trade	500\$ xendeks	1683	500 x 0,05 =25 \$	sözleşme ayındaki 3.cuma
Major Market	Chicago Board of Trade	20	250\$ xendeks	250 x 0,05 =12,5 \$	sözleşme ayındaki 3.cuma
FTSE	London International Financial Futures Exc.	25£ xendeks	100	250 x 0,05 =12,5 £	sözleşme ayındaki son iş günü saat 11.20
CAC-40	Marché à Terme International de France	200FF x endeks	40	200 x 0,1 =20 FF	sözleşme ayındaki son iş günü

Kaynak : <http://www.vadeli.freeservers.com/fiyat.htm>

2.2 Dünyada Futures (Vadeli) İşlemler : Fransa ve Brezilya Örnekleri

“1848 yılından beri ABD’de uygulanan futures işlemleri 80’li yıllardan itibaren ABD’deki kadar yaygın olmasa da diğer bazı dünya ülkelerinde de uygulanmaya başlanmıştır. Bunda ABD’deki uygulamalardan başarılı sonuçlar elde edilmesinin de ayrı büyük olmuştur.”²⁶

Temel ürün fiyatlarındaki dalgalanmalar bireyler ve ve sektörler kadar ülkeleri de bir fiyat veya gelir riski ile karşı karşıya getirmektedir. Vadeli emtia piyasaları bu riski azaltmanın önemli bir aracıdır. Bu risk özellikle birincil ürün üretiminin önemli olduğu gelişen ekonomilerde deha ciddi boyuttadır. Zira birincil ürünlerin büyük bir bölümü gelişen veya az gelişmiş ülkeler tarafından üretilmektedir.Hindistan, Çin ve Brezilya bu ülkelerin başında gelmektedir. Bu ürünlerde talebin katı olamsı ülkelerin gelir riskini arttırmaktadır. Birincil ürünlerde fiyat dalgalanmaları Keynes’in 1930’larda temel ürünlerde tampon stok oluşturulmasını önermesine neden olmuştur. Nitekim 1930’lardan başlayarak bir çok üründe Uluslar arası Mal Anlaşmaları ICA yapılmıştır. Kahve, kakao, şeker gibi ürünlerde yapılan anlaşmalar yeterli kapasite ve esnekliğe sahip bir sistem yaratamamıştır. Bu çerçevede, özellikle 1980’li yıllarda hızla gelişen vadeli işlem piyasaları, risk yönetimi, riskten korunma (hedging), fiyat esnekliği, stok yönetimi, minimum fiyat desteği gibi çeşitli avantajları beraberinde getirmiş , fiyat istikrarına katkıda bulunmuştur.

“Aşağıdaki Tablo 1990’lı yılların sonunda bu piyasaların ulaştığı boyutu göstermektedir. Birincil ürünlerdeki piyasa işlem hacmi, dünya üretiminin 20 katına kadar çıkabilmektedir.”²⁷

26 KAMAN, Olgaç Kalgay, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Vadeli İşlemler Piyasaları ve Türkiye’de uygulama Çabaları.,1998;sf 88-96

27 MORGAN, C. W. , " Commodity Future Markets in LDCs, CREDIT Research Paper, University of Nottingham

Future Piyasaları Ticaret Hacmi 1997

<u>Ürün</u>	<u>Dünya üretimi (Milyon ton)</u>	<u>Future İşlem Hacmi (Milyon ton)</u>
Kakao	2.9	41.3
Kahve	6.0	47.4
Şeker	126.6	365.2
Buğday	612.4	1119.0
Mısır	584.9	4218.0
Soya	143.4	2499.0
Pamuk	20.0	67.3
Bakır	13.6	410.1
Alüminyum	21.8	5.6

Birincil ürünlerle ilgili Future işlemleri bu piyasaların % 23'ünü oluşturmaktadır.

Vadeli Piyasalarda Sözleşme Türleri 1998,

Sözleşme sayısı (milyon)

Faiz Oranı	759
Hisse Senedi Endeksi	177
Döviz	54
Tarımsal ürün	119
Enerji ürünleri	83
Değerli olmayan madenler	57
Değerli madenler	47
Diğer	<u>1.2</u>
	1.300

Futures piyasalarının uygulamalarını incelemeye gelişmiş bir ülke olan Fransa'dan başlayacağız.

2.2.1 Fransa'da Futures İşlemleri

1986 yılında "MARCHE TERME DES INSTRUMENT FINANCIERS DE PARIS" (MATIF)'in kuruluşuyla resmi olarak Fransa' da futures işlemlerine başlamıştır. MATIF' in düzenlenmesinden iki kurum sorumlu tutulmuştur. Bunlardan biri Futures Piyasası Konseyi (Conseil Du Marche

A Terme D'instruments Financiers)'dir. İngilizce adı Futures Market Council olan bu kurumun görevi futures piyasalarını düzenleyerek yeni anlaşmaların piyasaya sunulmasını ve piyasanın fonksiyonundaki herhangi bir değişiklik hakkında karar vermektir. MATIF' in düzenlenmesinden sorumlu olan ikinci kurum " CHAMBER DE COMPENSATION DES INSTRUMENTS FINANCIERS DE PARIS " Mali Futures Piyasası takas Merkezi'dir. İngilizce adı Financial Futures Market Clearing House olan kurumun görevi piyasayı yöneterek, işlemlerin tamamlanmasını garanti altına almak için tüccarların depozit ve marjin yükümlülüklerini yerine getirmek, ters (reversing) işlem yoluyla sona erdirilmemiş işlemleri ve işlemlerin piyasa düzenlemelerine uygunluğunu kontrol etmektir.

MATIF'te Mali Futures Piyasası takas merkezi tarafından seçilmiş yalnızca 100' üye alım satım ve takas (clearin) işlemleri yapmaya yetkilidir. Bu üyelerden 40'ı komisyoncu firmalar, 7'si banka ve komisyoncu firmaların birlikte yada ayrı ayrı kurdukları birlikler, 53'ü de yatırım kuruluşları ve bankalardır. Üyeler kendileri ve müşterileri adına alım satım yapabilirler.

Futures sözleşmelerinin piyasada işlem görebilmeleri için standardize olmaları gerektiğinden MATIF' teki sözleşmelerde vadeleri, tarihleri, teslim şartları açısından standardize edilmiştir. Tüm sözleşmeler Mali Futures Piyasası Takas Merkezine (CCIFP) kayıtlıdır. CCIFP alıcı ile satıcı arasındaki tek aracı olup işlemlerin tamamlanmasını garanti eder. Bu da futures piyasalarında takas merkezinin önemli işlevlerinden biri olangarantörlük mekanizmasının uygulamada da işlediğinin bir göstergesidir. Bu piyasanın güvenliğini sağlamak için ilk marjin olarak işlemler yapılır.

MATIF' teki işlem gören sözleşmeleri şu şekilde sıralayabiliriz :

- Uzun Vadeli (National) Tahvil üzerine Futures Sözleşmeleri

Bu sözleşmeler 20.02.1986 tarihinden itibaren MATIF' te işlem görmektedir.

- 90 gün vadeli hazine bonusu üzerine futures sözleşmeleri

Bu sözleşmeler 25.06.1986 tarihinden itibaren MATIF' te işlem görmektedir.

- CAC 40 endeksi üzerine Futures sözleşmeleri

CAC 40 hisse senetleri ve tahviller için bilgisayarlaştırılmış alım satım sistemleridir. 15.06.1988 tarihinden beri Paris borsasında bu endeks yayınlanır. Bu endeks Fransız hisse senetlerini en iyi temsil eden 40 senedi kapsar. CAC 40 futures işlemleri için ideal bir endekstir ve tüm Fransız hisse senetlerini içeren genel endeksi çok yakından takip eder.

- Aylık Paris International Banking Offer Rate (PIBOR) Paris Bankalararası Faiz Oranı Anlaşması

90 gün vadeli hazine bonusu üzerine futures işlemleri kısa dönemli faiz hadleriyle ilgiliyken, değişken faizli borç araçlarından kaynaklanan riskin azaltılması için, 3 aylık PIBOR sözleşmesi uygulanmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerden kabul edilen Brezilya'daki futures uygulamaları diğer gelişmekte olan ülkeler için güzel bir örnek teşkil ettiğinden Brezilyadaki vadeli işlemlere de değinmekte fayda vardır.

2.2.2. Brezilya'da Futures İşlemleri

IOSCO bünyesindeki SPK'nın girişimi ve başkanlığında kurulmuş olan gelişme komitesi türev piyasalar çalışma grubu, 1992-93 döneminde yaptığı incelemelerinde Brezilya'yı diğer gelişmekte olan ülkelere örnek olarak seçmiştir. Bunu izleyen dönemde SPK'nın girişimi ile Brezilya Menkul Kıymetler Komisyonu (CVM) tarafından, Türkiye'nde içinde olduğu IOSCO üyesi diğer gelişmekte olan ülkelere "Futures Piyasalar ve Brezilya Deneyimi" konusunda eğitim verilmesi sağlanmıştır. Hiper enflasyon ve Brezilya'nın oldukça istikrarsız, belirsiz ekonomik koşullarına rağmen,

futures piyasalar açısından başarılı bulunan Brezilya deneyimi, özellikle Türkiye açısından büyük bir önem arz etmektedir.

Brezilya'da futures piyasaların gelişimi, 1900'lü yılların başına değin uzanmaktadır. Ekim 1917'de kurulmuş olan Sao Paulo Mal Borsası (BMPS)'nda mala dayalı vadeli işlemlerin yapıldığı bilinmektedir. Ancak, 1970'li yıllardan sonra parasal sistemlerde yaşanan çalkantılar, istikrarsızlık ve belirsizlik ortamı, özellikle faiz oranları ve döviz kurlarına dayalı futures işlemlerin hisse senedi endeks vadeli ve opsiyonlu sözleşmelerin Brezilya futures piyasasının en önemli unsuru haline gelmesine sebep olmuştur. Bugün Brezilya futures piyasaları dünyanın en büyük borsaları arasındadır.

Brezilya'da ilk futures işlemler, 1970'li yıllarda münferit hisse senetleri üzerinde vadeli işlemlerin yapılmasıyla başlamıştır. Vadeli sözleşmelerin 70'li 80'li yıllarda, Sao Paulo Menkul Kıymetler Borsası (BOVESPA) ve Rio De Jenerio Menkul Kıymetler Borsası (BVRJ)'nda aktif bir işlem hacmine sahip olduğu bilinmektedir. BOVESPA istatistiklerine göre enflasyonist ortamların yol açtığı belirsizlik karşısında vadeli işlemlerin toplam işlem hacmindeki payı sürekli yükselmiş, fakat 1987 yılı ve izleyen yıllarda giderek cazibesini kaybetmiştir. 1986-1987 yıllarında standart vadeli işlemlere (BBF) Brezilya Vadeli İşlemler Borsasında tekrar işlem görmeye başlaması 1995 yılını bulur.

Brezilyanın 1990'larda önem kazanan futures borsaları ise Brezilya Vadeli İşlemler Borsası (BBF) ile Sao Paulo Mal ve Vadeli İşlemler Borsası'dır (BM &F). BBF 3 Kasım 1983 tarihinde kurulmuş ve gerçekleştirilen ilk futures işlemi, 30 Kasım 1984'te altına dayalı vadeli sözleşmelerle olmuştur. Bunu daha sonra 1985'te Brezilya hazine bonolarına dayalı vadeli sözleşmeler izlemiştir. 16 Eylül 1994 tarihinden itibaren faiz oranı opsiyon sözleşmeleri de bu borsada işlem görmeye başlamışlardır.

1990'lı yılların başlarına yeni kurulan hükümet, ülke çapında bir futures piyasa kurulmasını istemiş, bunun sonucunda BM&F' nin elektronik

bir link hattı aracılığı ile, BBF' nin takas fonksiyonlarından yararlanması kararlaştırılmıştır.

Dünyanın en büyük futures piyasalarından biri olan BM&F, 1985 yılında ticaret ve vadeli işlemler borsası adıyla kurulmuş ve 1991'de Sao Paulo ticaret borsası ile birleştirilmiştir.

Finansal ürünlerin (türev) daha fazla (%99) işlem hacmine sahip olduğu BM&F'de, önem sırasına göre borçlanma araçlarına, interbank borçlanmasına, hisse senedi endeksine, altına, Arap kahvesine, canlı hayvan etine, soya fasulyesine, pamuğa, ve mısıra dayalı vadeli ve opsiyonlu sözleşmeler işlem görmektedir.

BM&F enflasyonist ortamda korunma mekanizması sağlayabilmek için, Temmuz 1993'te enflasyon oranına endeksli ilk vadeli işlem (türev) aracını sunmuştur. Böylece, ekonomik aktörler Genel Piyasa Fiyat Endeksine endekslenerek, varlık yada taahhütlerin değerlerde hiperenflasyon nedeniyle gerçekleşebilecek artış yada azalışlara karşı kendilerini koruyabilmeleri mümkün olmuştur.

BM&F' nin Brezilya ekonomisindeki dinamikleri göz önüne alarak sürekli yeni ürünler geliştirilmesi, işlem hacminin artmasına neden olmuştur. İşlem hacmindeki bu artış BM&F'nin dünyanın 6. büyük futures piyasasıyken 1995 yılında dünyanın 3. büyük futures piyasası olmasına imkan vermiştir.

Moema Unis (BOVESPA Ürün Geliştirme Müdürü) İMKB futures piyasalar çalışma toplantısında Brezilyada Futures Piyasaların uluslararası bir başarıya sahip olmasının nedenlerini ;

Spot piyasada işlem hacminin ve katılımcı sayısının yüksek olmasına özellikle teknik spesifikasyonu fazla olan opsiyon işlemleri başta olmak üzere futures araçlarla ilgili iyi geliştirilmiş eğitim programlarına; ayrıca bu eğitim programlarının aracı kurumlar, potansiyel yatırımcılar, üniversite ve

düzenleyici otoriteyi geniş bir yelpazede verebilmesine, işletim sistemi, takas saklama ve teknolojik altyapının gelişmiş olmasına bağlamıştır.”²⁸

Yukarıda anlatılan Fransa ve Brezilya örnekleri, özellikle de Brezilya örneği Türkiye açısından çok önemlidir. Brezilyanın içerisinde bulunduğu ekonomik yapı, Türkiye ile büyük benzerlik göstermesine rağmen bu piyasalar Brezilyada istenilen düzeye çoktan gelmiştir. Bu gelişmişlik seviyesinin nedenlerini de yukarıdaki paragrafta açıkladık. Türkiyede de aynı yapı olmasına gelişememe nedenlerini Brezilyadaki gelişme nedenlerinin tam tersi olarak da göstermemiz mümkündür.

Brezilya ile benzer ekonomik yapıya sahip olan ülkemizde, bu ülkeyi model alarak benzer uygulamaları başlatmamız vadeli işlemler piyasasının gelişmesinde etkili olacaktır.



28 KAMAN, Olgaç Kalgay, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Vadeli İşlemler Piyasaları ve Türkiye’de uygulama Çabaları.;1998;sf 88-96

III . BÖLÜM

TÜRKİYEDE VADELİ İŞLEMLER PİYASASI'NIN GELİŞİMİ, SORUNLARI VE ÇÖZÜM YOLLARI

3.1 Türkiye Vadeli İşlemler Piyasasında Yapılan Çalışmalar.

. Mali Piyasalarda Yapılan Çalışmalar

Türkiyede futures işlemler “vadeli işlemler” olarak ifade edilmektedir. Futures piyasaları, Türk ekonomisini ve finans sistemini dünya ekonomisi ve finans sistemi ile bütünleştirme amacını gerçekleştirmesine katkıda bulunacak önemli bir araç olarak 1989 yılında (Altıncı beş yıllık kalkınma planı döneminde) ülkemizin ekonomik gündemine girmiştir. Hatta 1989 yılında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından futures işlemlerinin tanımlandığı ve Türkiye’ de özellikle mal borsasının hazır olması nedeniyle, mala dayalı bir futures “vadeli işlemler” borsasının kurulması amacıyla araştırmaların yapıldığı ve raporların yazıldığı bilinmektedir. 1991 yılında “Türk sermaye piyasalarının altyapısını yasal ve kurumsal eksikliklerini tamamlamayı ve yeni piyasalar oluşturmayı hedefleyen Türk Sermaye Piyasalarının Modernizasyonu Projesi” uygulamaya konulmuştur. Bu modernizasyon projesinin alt projelerinden biri de “Vadeli İşlemler” projesidir.

Aynı bültende düzenlenen mali araçlara ek olarak düzenlenecek yeni mali araçlar arasında “Vadeli Sözleşmelere” de yer verilmiş ve vadeli işlemler piyasası adı altında futures piyasalarının oluşturulmasına ilişkin çalışmaların SPK’ da sürdürüldüğü belirtilmiştir. Bunlara bağlı olarak SPK’ nın görevini etkin ve verimli biçimde yerine getirebilmesi için Kasım 1991’ de Kurul organizasyonunda bir yeniden yapılanmaya gidilmiştir.

1992 yılında sermaye piyasasını düzenleyen Kanun yeniden revize edilmiş ve söz konusu kanununun 22/j maddesi ile vadeli işlemler ile ilgili kurumların kuruluş, faaliyet, ilke ve esaslarının tespiti ve düzenlenmesi Sermaye Piyasası Kurulu’ na verilmiştir.

Vadeli işlemler piyasası ekonomideki risklerin dağıtılabilmesi açısından son derece faydalı piyasalardır. Söylendiği gibi, fiyat hareketlerini yumuşatır ve belirsizliği azaltırlar. Ama, bütün bunlar enflasyonun tek haneli olduğu, faizlerin de yılda azami 2-3 puan içinde dalgalandığı ekonomilerde gerçekleşmektedir. Altyapısıyla, teknik kapasitesiyle, eğitilmiş elemanlarıyla, istikrarlı denetimiyle, standartlarıyla geniş bir tabana yayılmış sağlıklı bir vadeli işlemler piyasasının Türkiye açısından önemli ekonomik işlevler üstleneceği şüphe götürmez bir gerçektir. Türkiye' nin çağdaş nitelikte bir bankacılık ve finans sistemine geçişi oldukça geç bir döneme 80'li yıllara rastlar. Modern finans yapısının temel direği olan borsanın kurulması dahi 1986 yılındadır. Ayrıca futures tipi uygulamaların temel koşulu fiyatların piyasada serbestçe olduğu bir yapıdır. Türkiye' de 1980 öncesinde rastladığımız gibi fiyatların (döviz kurları da dahil) belirlenip suni olarak aynı düzeyde tutulduğu bir ortamda futures piyasaları olamazdı.

Türkiye' de futures piyasalarının gerekli öncülü olan koşullar yani serbest bir piyasa düzeni ve modern finans yapısı ancak 80' lerden sonra gündeme gelen konulardır. Bu koşulların Türkiye'de gerçekleşmesi sonucu futures piyasaların kurulması ile ilgili önerilerdeki artış göz ardı edilemez.

Ancak 24 Ocak kararları olarak bilinen istikrar tedbirlerinin uygulanmasıyla, Türk ekonomisi önemli değişimler yaşamıştır. Bu dönemde ithal ikameci ekonomi politikalarının uygulanmasından vazgeçilerek, dışa açık ve rekabetçi bir ekonomi politikası izlenmeye başlanmıştır.

Bu değişimlerle kamu müdahalesi önemli ölçüde azalmış; kaynak dağıtımında piyasa güçlerinin belirleyeceğine daha çok önem verilmiştir; fakat bunun yanında, yüksek oranlarda ve istikrarsız bir seyir izleyen enflasyon oranı, dövizler üzerindeki kısıtlamaların kalkması gibi etmenler ekonomide riskleri de artırmıştır.

Tüm bu gelişmeler ekonomik birimleri risk yönetimi araçları aramaya yöneltmiştir. Bunun sonucunda, hisse senedi ve tahvil için, döviz piyasası kadar etkin resmi ve gayri resmi piyasalar ortaya çıkmış; iletişim kolaylıklarının artması ve döviz hareketleri üzerindeki kısıtlamaların ortadan kalkması, uluslararası borsalarda risk aktarma ve spekülasyon amaçlı işlem yapmaya imkan tanımıştır. Bu dönemde yurt

içindeki ticari ve finansal borsalarda da yeni araçların geliştirilmesine duyulan ihtiyacı arttırmıştır.

“Ülkemizde, organize türev piyasaların kurulma çalışmaları çerçevesinde, 1994 yılında İMKB bünyesinde Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü oluşturulmuştur. Organize bir finansal vadeli işlem ve opsiyon piyasasının oluşturulması ve bu piyasada çeşitli sermaye sermaye piyasası araçları ile finansal göstergelere dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin düzenlenmesi amacıyla yapılan çalışmalar sonucunda 15 Ağustos 2001 tarihinde döviz (Amerikan Doları) üzerine vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmeye başlamıştır.”²⁹ “Ancak 2001 yılı sonu itibarıyla piyasada işlem gören tek türev ürün, Amerikan Doları üzerine vadeli işlem sözleşmesidir ve iki farklı vadede işlem gerçekleşmektedir. Piyasada açılışı takip eden bir iki hafta işlem olmuş, ancak işlem hacmi tamamen daha sonra kurumuştur.”³⁰ 2003 yılında, İMKB vadeli işlemler piyasası müdürlüğü, İMKB başkanlığına yaptığı teklifte, dövize dayalı vadeli işlemlerin yanına, endekse dayalı ve faize dayalı işlemlerin de yapılması için görüş bildirmiştir. Karar henüz verilmemiştir.

. Emtia Piyasalarında Yapılan Çalışmalar

Türkiye’de futures işlemlerinin mevcut borsalar ile başlatılması açısından bakıldığında; Türkiye’de 69 adet ticaret borsasının 5590 sayılı yasa uyarınca Sanayi ve Ticaret Bakanlığı’nın denetimi altında faaliyet göstermekte olduğunu ve bunlardan İzmir Ticaret Borsası’ nın (İTB) gerek organizasyonu, fiziki donatımı, işlem hacmi, gerekse borsacılık düzeni ve disiplini açısından Türkiye’ nin en gelişmiş spot piyasasına dayalı ticaret borsası olduğu görülür.

Vadeli işlemler borsaları, spot mal piyasalarının özellikle hasat zamanı ve sonrasında arz ve talep fazlalıklarını karşılayamaması sebebiyle bir gereklilik olarak ortaya çıkmıştır. Vadeli İşlem borsalarının temel amacı mal veya finansal araç satın alan ve satanların fiyat değişiklikleri karşısında riskten korunmalarını sağlamak ve tasarruf yapanlara yeni yatırım imkanı sunmak olduğundan, Türkiye’ ye sağlayacağı tahmini yararlar şunlardır:

29 Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği; Türev Araçlar, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasaların İşleyişi, Türev Araçlar ve Korunma ; Aralık 2002; sf.8

30 http://www.musiad.org.tr/yayinlar/turkiye_eko2002/bolum3.html

- Üretimde sürekli bir gelişmeye neden olacağından, arz ve talebi dengeleyecektir.
- Çok sayıda alıcı ve satıcının, serbest rekabet şartları içinde işlem yapmaları nedeniyle gerçek piyasa fiyatlarının oluşmasına neden olacaktır.

Alım-satımların %90' ı fiziki teslim değil ters yönlü pozisyon ile kapatılarak, yatırılan %3-10 arası küçük teminatlarla büyük hacimlerde işlem yapılmasını imkan tanınarak ekonomiye ve piyasaya likidite sağlayacaktır.

Türkiye'de pamuk üzerine vadeli işlem piyasaları oluşturulması halinde sağlanabilececek yararlar ise:

- Tekstil sanayi açısından büyük miktarlardaki hammaddenin depolama maliyeti azalacak ve böylece stok finansman maliyetleri düşük düzeyde kalabilecektir. Söz konusu maliyetlerin azalmasının, Türkiye' nin ihracatının yaklaşık 1/3' ünü oluşturan, tekstil sanayinin üretim maliyetinin düşmesine neden olarak, Türk ihraç ürünlerinin uluslararası piyasalarda rekabet şansını arttıracak olması,
- Pamuk ve tekstil ürünlerinde fiyatların önceden belirlenmesinin, uzun vadeli ihracat bağlantıları yapılmasını kolaylaştıracak olması,
- Tarım sektöründe destekleme alımlara ihtiyaç kalmadan piyasa mekanizmasına dayalı bir istikrar imkanı temin edilebilecektir. Kamu otoritelerin destekleme politikaları, hem devletin maliyetini arttırmakta hem de piyasadaki para arzını çoğaltmakta olduğundan enflasyonu kamçulamaktadır. Dolayısıyla, vadeli işlemlerde devlet müdahalesi yerine, piyasa mekanizmasını işlerliğe kavuşturacak bir denge sağlanması amaçlanması olarak özetlenebilir.

“Vadeli işlem piyasalarının Türkiye'de finans piyasalarını, kredi mekanizmasını, üretim ve dış ticaret faaliyetlerini tamamlayıcı bir yapı göstereceği tartışma götürmez bir gerçektir. Vadeli işlemler piyasasının genel fayda fonksiyonu şu şekilde özetlenebilir:

Pamuk fiyatlarının uluslararası piyasa şartları içerisinde gerçekçi bir şekilde oluşması sağlanacaktır. Piyasaların işleyişindeki kolaylık ve hız pamuk fiyatlarında daha iyi bir istikrar temin edecektir. Pamuk vadeli işlemler borsası, piyasada ürün arzının kesikli, ancak talebinin sürekli olmasından doğan yapısal sorunları ve dengesizlikleri gidererek devletin destekleme ihtiyacına bağlı olarak üstlendiği mali yükü azaltacaktır. Tekstil ve konfeksiyon sanayicileri ise, pamuk fiyatlarındaki çift yönlü hareketlenmelerden doğan fiyat riskini finans kesimine aktararak, risklerini dengeleme olanağına kavuşabileceklerdir. Aynı zamanda, üreticiler uzun vadeli satış ve üretim bağlantıları yapma imkanı bulacaklardır. Sanayici borsadan aldığı fiyat sinyallerini değerlendirerek istikrarlı fiyat üzerinden girdi temin edebilecek, borsada oluşan fiyatlara bakarak üretim maliyetlerini ve satış fiyatını gerçekçi bir şekilde planlayıp, dış ve iç piyasaya karşı yükümlülüklerini zamanında yerine getirebilecektir. Üretim sonrasında depolama maliyetlerinde ve stoklara bağlanan finansal giderlerde tasarruf sağlanarak, buradaki maliyet unsuru farklı alanlara kaynak olarak aktarılabilir. Sanayiciler ürün toplam maliyetlerini ve satış fiyatlarını daha rekabetçi bir düzeyde tutup, dış satışlarını geliştirerek ülkeye daha fazla döviz getirisi sağlayabileceklerdir. Diğer taraftan, vadeli işlemler geleceğe yönelik isabetli tahmin yapma olanağı sağlamaktadır. Böylece, üreticiler üretim planlarını, üretim tercihlerini ve üretim ikame imkanlarını daha gerçekçi bir şekilde yapabileceklerdir. Çünkü vadeli ürün borsalarının olduğu bir ortamda üreticinin piyasa koşullarına karşı duyarlılığı artacaktır. Bütün bunların yanısıra ithalat ve ihracatçı dünya fiyatlarıyla ticaret yapma olanağına kavuşarak, uluslararası piyasalarda rekabet gücünü arttıracaktır. Ayrıca, ihracatçı uzun vadeli bağlantılara girmek ve bu bağlantıları risk yüklenmeden yerine getirmek imkanı bulacaktır. Fiyat riskinden korunan ihracatçı istikrarlı bir gelire kavuşacak ve pazar payını artırmayı isteyecektir.”³¹

3.2 Türkiye'de Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişememe Nedenleri

3.2.1 Ekonomik Nedenler

i) Farklı Beklentiler

Vadeli İşlemler Piyasalarının oluşması için ilk temel şart ,Piyasada birden farklı beklentilerin bulunmasıdır. Birden farklı beklentiler ise derinliği yüksek olan, bol sayıda alıcı ve satıcının birarada olduğu piyasalarda oluşmaktadır. Ülkemizde spot piyasaların derinliğinin yüksek olmaması nedeniyle gelişme istenilen yönde olmamıştır.

ii) Şeffaf Piyasa

İkinci temel şart ise, spot piyasasının olabildiğince şeffaf, kamunun aydınlatılmasının etkin olması ve sözleşme konusu malın standart ve bol olmasıdır.

Sermaye piyasası araçlarına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin içinde yukarıdaki iki şarta sahip olan tek araç hisse senetleri gibi gözükmemektedir çünkü hisse senedi piyasasında, ilk yılların aksine, birbirinden farklı beklentilere sahip farklı yapıda birçok kişisel ve kurumsal yatırımcı mevcuttur. Dünya ülkelerinde olduğu gibi Türkiye'de de borsa üzerinde yapılan araştırmalar ve anketler, farklı beklenti, risk anlayışı ve mali güce sahip kişisel ve kurumsal yatırımcıların varlığını ortaya koymuştur. Hisse senedi piyasasında ikinci şart olan kamuyu aydınlatmanın etkinliğinin varlığı tam olarak söylenmektedir. Ancak, kamuyu aydınlatmaya ilişkin olarak yapılan düzenlemeler çerçevesinde yurtdışındaki kadar olmasa bile belli bir gelişme kaydedildiği ileri sürülebilir.

iii) Fiyat Riskinin Oluşması

Üçüncü şart, belirgin bir fiyat riskinin söz konusu olmasıdır. Vadeli işlemler piyasasının en önemli ekonomik işlevlerinden biri risk transferidir. Farklı risk anlayışına sahip grupların, bu riskleri birbirine etkin olarak transfer etmelerini sağlayan vadeli işlemler piyasasının, etkin işleyişi için önemli unsurlardan biri piyasada büyük fiyat değişiklikleri ve dalgalanmaların bulunmamasıdır. Gelişmekte olan piyasaların temel özelliklerinden olan fiyat dalgalanması yüksekliğinin nedenleri arasında, ekonomik ve sosyal istikrarsızlıklar sonucu özellikle faiz,

enflasyon oranı ve döviz kurlarındaki belirsizlikler sayılabilir. Bu belirsizlikler, başta şirket kârları olmak üzere birçok değişkende istikrarsızlığa yol açmaktadır.

Özellikle, beklenmeyen politik müdahaleler ekonomide beklentilerin kısa dönemli ve değişken olmasına ve istikrarsızlığın artmasına yol açmakta, bu da belirsizliği ortaya çıkarmaktadır. Enflasyon oranlarındaki dalgalı seyir de reel getirilerdeki dalgalanmayı arttırmaktadır.

Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü diğer ülkelerde, özellikle A.B.D. ve Avrupa ülkelerinde, enflasyon ve reel faiz oranları düşük ve istikrarlı olduğundan, Türkiye’de kurulacak piyasanın bu yönden bir farkı olacaktır. Zira, Türkiye’de aylık enflasyon rakamları ve reel faizler oldukça yüksek ve dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu durum, hisse senedi fiyatları yoluyla endekse de yansımaktadır. Bu nedenle, İMKB’ na, fiyat belirsizliği, dolayısıyla fiyat riski önemli boyutlara ulaşmaktadır. Reel faiz ve şirket karlarındaki dalgalanmalar da endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin kuramsal fiyatının iki önemli değişkenidir. Bundan dolayı, işlem yapacak yatırımcı grupların özellikle reel getirileri dikkate almaları oldukça zor olacaktır.

Özellikle, ilk yıllara nazaran İMKB endeksindeki dalgalanma azalmış olmakta birlikte, gelişmiş piyasa endekslerinin dalgalanması ile karşılaştırıldığında İMKB endeksinin dalgalanmasının yüksekliği göze çarpmaktadır. İMKB endeksinin dalgalanması S&P 500 endeksinin dalgalanmasıyla karşılaştırılmıştır. 01-08-1993/27-12-1993 tarihleri arasındaki veriler kullanılmıştır. İMKB endeks dalgalanması dönem sonunda hızlı bir biçimde 20 değerine (%20) düşmekle beraber, dönemin büyük bir bölümünde 25 düzeyine kalmıştır. Trend çizgisi de ortalama 24 düzeyinde bir dalgalanma göstermiştir. Buna karşın, S&P 500 endeksinin dalgalanması aynı dönemde 5 ve 8 değerleri arasında değişmektedir. Ortalama trend değeri ise 7 dolayında kalmıştır. Bu durumda, İMKB endeksinin S&P 500 endeksinin yaklaşık 3,5 kat daha dalgalı olduğu ortaya çıkmaktadır.

Fiyatların dalgalanması, fiyat riskinden korunma gereksinimi arttırmaktadır. Ancak, bu dalgalanmaların yüksekliği, temelinde dalgalanmasını arttırmakta ve endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleriyle korunmanın etkinliğini azaltabilmektedir. Bu nedenle endekse dayalı vadeli sözleşmelerin alım satımını

yapacak yatırımcı grupların, özellikle korunma sağlamak isteyen kurumsal yatırımcıların, bu durumları göz önünde bulundurması gerekecektir.

iv) Piyasa Derinliği

Dördüncü şart, derinliği fazla olan bir spot piyasasıdır. İMKB’ de işlem gören hisse senetlerinin derinliği ilk yıllardakinin aksine son yıllarda oldukça artmıştır. Özellikle, ELİT sistemin tüm hisse senetlerinde devreye girmesi, hisse senedi ve nakit takas işlemlerinde (T+2) sisteminin geliştirilmesi ve günde iki seans uygulanmasıyla işlem saatlerinin uzaması sonucu işlem hacminde ve genel derinlikte belirgin bir artış görülmektedir. “Hisse senedi piyasaların işlem hacimleri ve derinliğine baktığımızda ortalama günlük işlem hacmi 458 Trilyon TL iken, adet (lot) olarak ise 224 milyon lot olduğunu görmekteyiz. Bununla beraber, spot piyasalarda işlem yapan aracı kurum ve banka sayısı ise 226’dır.”³² Türkiyede 2001 yılında başlayan döviz dayalı vadeli işlemlerdeki fiili uygulamalarda ise talep yok denecek azdır. Görüşüğümüz bazı banka yetkilileri ve İMKB den alınan verilere göre ayda işlem yapan bireysel yatırımcı sayısı 1-5 arası , kurumsal yatırımcı sayısı ise 4-5 civarındadır. Böyle bir durumda vadeli işlemlerin piyasa derinliğinden bahsetmek mümkün olamaz.

v) Yatırımcı Grupları

Beşinci şart, farklı beklentilere sahip yatırımcı grupların varlığıdır. Derinliği olan bir vadeli işlem piyasası için farklı beklentiler ve spot piyasanın özelliklerinin yanında, piyasada işlem yapmak isteyen yatırımcı kitlesinin varlığı hayati önem taşımaktadır. Yurtdışındaki tecrübeler sözleşme adedinin az olduğu borsalarda işlem yapmanın pahalı olduğu ve bu nedenle bu çeşit borsaların kısa bir süre sonra kapatıldığı gösterilmiştir. Bu durumda, sözleşmenin alım satımını yapacak yatırımcı grupları büyük önem taşımaktadır. Türkiye’de endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerini yapacak yatırımcılar dört ayrı grupta incelenebilir.

“Küçük yatırımcıların geleneksel olarak kullandıkları yatırım araçlarını, vergiden kaçınma amacıyla yaratılan karmaşık ve büyük ölçekli sermaye gerektiren yatırım araçları ile aynı yapıda vergilemek, küçük yatırımcılar aleyhine vergileme yaratmaktadır. Gerçekten günümüzün gelişen para ve sermaye piyasalarında

vergiden kaçınmak amacıyla geliştirilen türev ürünler (swap, forward, futures, options) ve benzeri yatırım ve riskten korunma araçlarının vergilenebilmesi en gelişmiş ekonomilerde dahi yönetimi zor ve karmaşık mekanizmalar gerektirmektedir. Türkiye'deki para ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve vergi mevzuatı bu tür gelirleri yeterince kavramaktan uzaktır. Bu durum, büyük yatırımcılar açısından vergiden kaçınma olanağı sağlarken, kolay anlaşılabilir ve yönetilebilir yatırım araçlarına yönelmek zorunda olan küçük yatırımcılar aleyhine vergide rekabet eşitsizliği yaratmaktadır.”³³

Son on beş yıldır mali piyasalarımız önemli aşamalar kaydedilmiştir.. Geriye doğru baktığımızda, mali sektördeki bütün gelişmelerin olumlu olup olmadığından emin olmamakla beraber gelişen mali piyasalarla kamu sektörünün zaten zayıf olan finansal disiplini bozmuştur. Borçlanabildiği sürece kamu sektörünün finansman açıkları vermesi rahatsızlık yaratmamaktadır. Borçlanılamadığı zaman ise ekonomik dalgalanmalar oluşmaktadır. Türkiye’ de gelişen mali piyasalar teknik itibariyle genelde “spot” piyasalar olmuştur. Yani, mal ya da mali varlıkların anında el değiştirildiği piyasalar gelişti. Kontratın bugün yapıp mal ya da mali varlıkların ilerideki bir tarihte el değiştireceği piyasalar ise gelişme sağlanamamıştır.

Genel olarak vadeli işlemler piyasası denilen bu piyasalarda ya arz eden ya da talep eden azlığından dolayı, gelişme ortamı bulamamıştır. Dalgalı kur sistemine geçişle beraber vadeli döviz piyasasına işlerlik kazandırılmasının dövizdeki dalgalanmayı düşüreceği düşünülmüştür. Bunun için vadeli döviz piyasası kurulmuş ama, istenilen sonuç elde edilememiştir.

Vadeli piyasaların çalışmamasının arkasındaki en önemli neden Türkiye'deki yüksek enflasyon ve onun yarattığı dalgalanmalardır. Yüksek enflasyon ortamında faizlerin kabul edilemeyecek kadar dalgalı seyir izlemesi vadeli piyasalardaki fiyatlamanın en büyük referansını güvenilmez bir gösterge yapmaktadır. Doğal olarak, vadelerin bu kadar kısa olduğu bir ekonomide bu piyasalar çalışması da sağlıklı olamamaktadır. Vadenin olmadığı ortamda vadeli piyasalar da gelişmemektedir.

32 www.finans.turk.net

33 Kurumsal Yatırımcılar Derneği, Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının İdeal Vergileme Sistemi nasıl olmalıdır, sf.10

3.2.2 Siyasal Nedenler

Türkiye'deki siyasi yapının ekonomi üzerine etkilerini 1980 yılından sonra incelemeye çalışacağız. Çünkü 1980 öncesi modern finans teknikleri olmadığından menkul kıymet piyasalarından bahsetmek sözkonusu olmayacaktır. 1980 yılında askeri darbeden sonra kurulan hükümet Türkiye'nin 1990 yılına kadar ülke yönetiminde kesintisiz görev yapmıştır. 1980-1990 dönemi hükümetleri, finansal alanda pek çok yenilikler getirmiştir. Döviz'in dalgalı kura geçirilmesi ve serbest bırakılması, TL'nin konvertibl olması gibi. 1986 yılında da Menkul kıymetler borsasının kurulması konumuz açısından önemlidir. Bu dönemde Menkul Kıymetler Borsası açılmış ancak vadeli işlemler piyasaların açılması 15 yıl sonrasına rastlamaktadır. 1980 sonrası dönemde bu piyasaların ilk olarak açılması ve geliştirilmesi yolu izlenmiştir. Ancak 1990 sonrası ülkedeki oluşan hükümetlerin koalisyon vasıtasıyla kurulması siyasi istikrarsızlığa neden olmuştur. Siyasal istikrarsızlıklar ise doğrudan ekonomik gelişmelerin hızını kesmiştir. Bu nedendir ki Menkul Kıymetler Borsasının açılışı ile Vadeli İşlemler Piyasasının (döviz vadeli) ilk işlem tarihi arasında 2001 yılında gerçekleştirilmiştir.

On beş yıldır mali sistemde gerçekleştirilen yeniliklerin tümü siyasi otoriteler tarafından enflasyonla mücadelenin bir parçası olarak algılanmıştır. Halbuki, her yenilik bir anlamda siyasi otoriteye zaman kazandırmış ve enflasyonla yaşamayı kolaylaştırmıştır. Siyasal otoritenin enflasyonu indirme mecburiyetini ileri dönemlere atmıştır. Şimdi, vadeli işlemler piyasasından da buna benzer bir görev bekleniyor: Uygulandığı şekliyle dalgalı kur sistemi içinde yaşamayı kolaylaştırmak.

Sonuç olarak siyasi istikrarsızlıklar ve zayıf hükümetler döneminde yaşanan dalgalanmalar ekonomideki gelişmelerin hızını kesmiş, dolayısıyla bu vadeli işlemler piyasasının gelişmemesinde etkin rol oynamıştır.

3.2.3 Psikolojik Etkenler ve Alışkanlıklar

Türkiye'deki spot piyasada zaten yetersiz olan talep, vadeli işlemler piyasasının hızlıca işlerlik kazandırılması yönündeki en büyük sorunlardan biri olduğunu daha önce belirtilmişti. Buna paralel olarak gelişmemiş bir spot piyasada, türev ürünleri yatırımcı gruplarına anlatmak, ne olduğunu ve nasıl çalıştığını

öğretmek de uzun bir süreç gerektirecektir. Zaten spot piyasada yüksek bir risk oranı ile yatırım yapan bireyler ve kurumların yatırım alışkanlıklarını değiştirmeleri eğitim ve spot piyasanın güçlenmesi ile doğru orantılı olacaktır. Yatırımcı grupları yeni bir yatırım aracını kullanacakları zaman psikolojik olarak çok daha fazla risk aldıklarını düşüneceklerdir. Halbuki türev ürünler riskten korunma ürünleridir. Bunun için yatırımcı gruplarına bu piyasalar çok daha iyi bir şekilde anlatılmalıdır.

3.2.4 Örgütlenmiş Borsaların Yetersizliği ve Gelişmemiş Olmaları

Ülkemizdeki örgütlenmiş borsaların sayısı ve işlem hacimleri ile derinlikleri daha yeni de sayılabilecek bir zaman içerisinde kuruldukları için yeterli değildir. Vadeli işlemler piyasasının gelişebilmesi için örgütlenmiş ve güçlenmiş borsalara ihtiyaç vardır.

Ülkemizde 1986 yılında kurulan Menkul Kıymetler Borsası'nın yanı sıra Altın Borsası ve Ticaret Borsaları ile birlikte, İzmir'de kurulmuş olan ve pamuğa dayalı vadeli işlemler borsaları mevcuttur. Ne varki bunlardan sadece menkul kıymetler borsası diğerlerine nazaran daha iyi durumdadır. Menkul Kıymetler Borsası bile dünya ülkelerindeki mevcut borsalara nazaran istenilen yerde değildir. İşlem hacimleri ve derinliği olmayan bir borsadır. Diğer borsalarda ise işlem hacimleri yok denecek kadar az'dır.

“Piyasanın işleyiş, takas ve üyelik esaslarına bakıldığında, işlevselliğe yönelik düzenlemelerde oldukça muhafazakar kalındığı görülmektedir. Vadeli işlemler piyasasına üye olarak sadece 17 bankanın seçilmesi, sözleşme büyüklüğünün 100.000 ABD doları gibi yüksek tutulması, teminatın % 20'ye yakınının istenmesi ve teminatın pozisyon alınmadan önce yatırılması, vergi ve muhasebe düzenlemelerinde birçok belirsiz hususun bulunması ve piyasanın tanıtımının oldukça yetersiz oluşu vb. faktörler piyasanın adeta çalışmamak üzere kurulduğunu göstermektedir.”³⁴

³⁴ http://www.musiad.org.tr/yayinlar/turkiye_eko2002/bolum3.html

3.3 Türkiye'de Vadeli İşlemler Piyasasının Yerine Çalışan İkame Piyasalar

Ülkemiz ekonomisinde ise vadeli işlemler piyasası yerine işlemler belli vadede, değeri kendi paramıza göre çok daha istikrarlı paralar cinsinden olmaktadır. Yani, vadeli işlemler piyasasının en büyük alternatifi döviz üzerinden kontratlar yapıp istikrarsız para ile vadeli işlemler yapmaktan kaçınmaktır.

Bununla beraber, vadeli işlemler piyasasının işlerlik kazanamamasından ötürü, yatırımcı grupları yatırımlarını ikame piyasalarda değerlendirmektedirler. Bu ikame piyasalar, Menkul Kıymet Borsası, Repo-Ters repo piyasası, döviz piyasası bunların başlıcalarıdır. Bu piyasalardan Menkul Kıymetler Borsası riski diğerlerine nazaran çok daha fazla olduğu için , risk olmayan yatırımcılar daha çok repo-ters repo ve döviz piyasasında yatırım yapmaktadırlar.

3.4 Vadeli İşlemler Piyasasının Türkiye'de Uygulanabilirliği ve Öneriler

Türkiye'de vadeli işlem piyasalarının durumunu anlattıktan sonra şimdi bu piyasaların canlandırılması için neler yapılacağı akla gelmektedir. Çalışmamızın belirli konularında da değindiğimiz gibi, bu piyasaların gelişmesi için güçlü bir spot piyasa, organize bir borsa ve derinliği olan bir borsa gerekmektedir. Ayrıca, burada yatırım yapacak kişi yada kurumların yatırım alışkanlıklarını değiştirmeleri gerekmektedir. Ancak bunların şu anda yapılamama nedeni olarak da Türkiye'nin henüz gelişmekte olan bir ülke olduğunu ve tam anlamıyla gelişmesini tamamlamadığını da gözönünde bulundurmanız şarttır. Yukarıda anlatılanların yapılması için aslında varılması gereken temel konu siyasal ve ekonomik istikrarıdır. Bu istikrarı yakalamış olan bir ülkede vadeli işlemler piyasasının gelişme süreci daha da kısa olacaktır. Dolayısıyla vadeli işlemler piyasası da aynen bir bebeğin doğması, gelişmesi ve büyümesi süreçlerini geçirmesi gerekmektedir. Bu büyüme süreci ülkenin ekonomik ve siyasal istikrarı ile doğru orantılı olarak hızlı yada yavaş olacaktır. Ülkemizdeki ekonomik koşullar, vadeli işlemler için en uygun araçların sabit getirili menkul değerler olduğunu görmekteyiz. Çünkü en istikrarlı getirisi olan yatırım araçları bunlardır.

“Futures piyasalarının Türkiye'de uygulanabilmesi için para ve sermaye piyasalarının gelişmiş ve Türk Lirasının gerçek anlamda konvertibl olması gerekmektedir. Türk Lirası üzerinden yapılacak bir futures sözleşmesi, değeri diğer

ülkelerin para birimi karşısında düştüğü için olanaksızdır. Ülkemizde mali futures sözleşmesi döviz, altın, endeks, hazine bonusu, devlet tahvili, mevduat ve repo üzerine yapılabilir. Bu kontratların ülkemizde uygulanması sonucunda , para akışı daha çok hız kazanacak ve herhangi bir ürün üzerindeki talep baskısı ortadan kalkacaktır. Türkiye’de futures piyasalarının yerleşmesi için öncelikle spot piyasaların geliştirilmesi, bu piyasaların gerekliliğinin benimsenmesi ve aktif yatırımcıların bu konuda bilgilendirilmesi gereklidir. Bunun yanında bu iş yapılırken kanun ve muhasebe mevzuatlarında düzenlenmesi faydalı olacaktır.”³⁵

“Sonuç olarak ülkemizde mali futures işlemlerinin yapılabilmesi için aşağıdaki koşulların bulunması gereklidir.”

- Alıcı ile satıcıyı karşı karşıya getirecek ilgili borsanın kurulması ve çalışma koşullarının belirlenmesi
- Futures sözleşmeler ile spot piyasalar arasında ilişkilerin belirlenmesi , ilgili mali araçlarla iyi işleyen spot piyasanın mevcut olması
- Futures sözleşmelerde günlük kazanç ve kayıpları izleyecek, başlangıç marjlarını belirleyecek bir takas merkezinin oluşturulması ve telekomünikasyon ağlarının çok iyi koordine edilerek altyapı tesisi olanaklarının sağlanması,
- Futures sözleşmelerinin niteliğinin ve içeriğinin belirlenmesi ve kurallarının konulması
- Futures piyasalarda mesleki standartları belirleyecek düzenleyici kurumların oluşturulması Futures fiyatlarının serbest piyasa güçlerince belirlenmesi gereklidir.³⁶

3.5 Vadeli İşlem Piyasası Kurulurken Gözetilecek Hususlar

Piyasanın Bulunduğu Yer ve Düzenlemeye Yönelik Tercihler

“Vadeli işlem piyasalarının finansal sistem içerisinde ve hukuksal sistem içerisinde konumunu belirleme açısından birçok seçenek mevcuttur.”

³⁵ ÇAHA, Filiz; Finansal Vadeli İşlemler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği;Yüksek Lisans Tezi; 1993, s.75

³⁶KIYILAR ,Filiz; Finansal Futures ve Türkiye Uygulaması; İÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü,Yüksek Lisans Tezi, 1995 s.191

- Vadeli işlemler borsası bir hisse senedi borsası parçası olarak kurulabilir.
- Vadeli işlemler borsası ayrı bir borsa olarak kurulabilir ve gözetimi menkul kıymetler piyasasının gözetimi yapan kurum tarafından gerçekleştirilir.
- Vadeli işlemler borsası ayrı bir borsa olarak kurulur ve hükümet tarafından gözetilmekle birlikte kendi kendini regüle edebilir.

Piyasa Yapısı

Borsa, şirket veya kâr amacı güzetmeyen kurumlar veya bakanlığa bağlı bir kurum olarak kurulabilir.

Üyelik Yapısı

Üyelik kuralları ve yükümlülükleri bir borsanın hukuki altyapısını en önemli parçasıdır. Bunlar kimin borsada işlem yapabileceğini üyelere ait diğer yükümlülükleri belirler.

Üyelik yapısı kurulurken gerekli hususlar şunlardır:

- Üye olabilecek kişi ve/veya kurumlar.
- Üyelik şartları.
- Üyelik tipleri, hakları ve yükümlülükleri.
- Üyeliğin transfer edilip edilemeyeceği.
- Borsa ile ilgili düzenleme yapılırken üyelere verilen haklar.

Piyasa Sistemleri

Borsa'da işlemlerin nasıl gerçekleştirileceğine ilişkin kurallar çok ayrıntılıdır. Genel olarak borsanın işleyişi ile ilgili genel hususlar şunlardır:

- Fiziksel mekan.

- İşlem saatleri.
- İşlem yönetimi.

İşlem yönetimi sesli pazarlık yöntemi (open outcry) yönetiminden tam otomasyona geçilmiş sisteme kadar bir yöntemde oluşturulabilir. Bu iki uç arasında çeşitli seçenekler mevcuttur.

Sesli Pazarlık yöntemi, vadeli işlem sözleşmelerini üyelerin işlem mekanlarında mezar yöntemine göre alıp sattıkları bir alım satım yöntemidir. Otomasyona dayalı veya ekrana dayalı sistemlerde ise, fiyat dağıtımından işlemlerin bizzat bilgisayar aracılığı ile gerçekleştirildiği sisteme kadar, bilgisayar kullanılabilmektedir.

- Piyasa ile ilgili bilgi dağıtımı : Burada katılımcılar networkler aracılığı ile piyasadaki değişimleri izler. Bilgisayar sadece en iyi alım satım fiyatı, işlem miktarı gibi bilgilerin açıklanmasında kullanılır. İşlem gerçekleştirilirken bilgisayar kullanılmaz.
- Emir yönlendirme sistemleri : Bu mekanizma emirlerin borsa salonuna veya merkezi bilgisayardaki emir karşılaştırma sistemine kısmen veya tamamen otomatik hale getirilir.
- Emirlerin karşılaştırılması ve kontratların konfirme edilmesi : Burada belirlenmiş sözleşme şartlarına göre bilgisayar emirleri otomatik olarak karşılaştırılır. Burada sistem otomatik bir komisyoncu gibi çalışarak piyasa katılımcılarından bilgi toplar, aynı zamanda bu emirleri karşılaştırarak bir aracı görevi de görür.
- Takas ve işlem sonuçlandırma sistemleri : Burada bilgisayar sistemi gün sonunda üyelerin hesaplarındaki değişime göre otomatik hesaplamalar yapar.

İşlemlerle İlgili Düzenlemeler

Hukuki düzenlemeler vadeli işlemler borsalarında işlemlerin sağlıklı bir şekilde işlenmesine yöneliktir. İşlemlerle ilgili olarak yapılan düzenlemelerin üç amacı vardır.

- Manipülasyonu önleyerek etkin ve adil fiyatlamanın oluşması.
- Takas sisteminin ve üyelerin finansal yeterliliğini sağlamak.
- Piyasada hileyi önlemek.

Takas Sistemi

Bir takas sisteminin bulunması vadeli işlemler borsasının temelinde yatar. Takas odası üyeler arasında gerçekleştirilen işlemlerin sözleşmede yazan şekilde gerçekleştirileceğini iki taraf da garanti eder.

Taraflar arasında bir işlem gerçekleştirildikten ve bu işlemlere ilişkin bilgi takas odasına ulaştıktan sonra takas odası alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşıda alıcı konumuna geçer ve vadeli işlem gerçekleştiren bir taraf karşısında ne kim olduğunu ne de karşısındakini finansal yeterliliğini bilmek zorunda kalır.

Uluslararası Piyasalarla Etkileşim

Yeni bir vadeli işlem borsası kurulurken uluslararası piyasalarla ne derecede etkileşim içinde bulunacağı konusu göz önüne alınmalıdır. Uluslararası piyasalarla etkileşim iki düzeyde ele alınabilir.

- Ulusal kuruluşların uluslararası piyasalarda ne ölçüde işlem yapabileceği.
- Hangi tür araçlarla işlem yapılacağı

3.6 Vadeli İşlemler Piyasası Kurulurken İzlenecek Aşamalar

Piyananın Kurulmasında Ekonomik Fizibilitenin ve Potansiyel Talebin Bulunup Bulunmadığını Ortaya Koymak

- Vadeli işlemlere olan ihtiyaç.
- Piyasa katılımcılarının teknik kapasitesi.
- Piyasada oluşturulacak enstrümanlara oluşacak talep.
- Takas ve işlem sonuçlandırmaya yönelik olarak finansal sistemin elverişliliği.

Piyasa Oluşturulmasına Yönelik Çalışmaların Ulusal ve Uluslararası Finansal Çevreye Anlatılması

Yeterli hukuki düzenlemenin yapılması

- Düzenlemeleri yapacak kamu otoritesinin kim olduğu.
- İşlem kuralları.

Vadeli İşlemlere Konu Olacak Spot Piyasalarda İki Piyasa Aracısında Uyumun Sağlanmasına ve Arbitraj Yapılmasını Sağlayacak Reformların Yapılması

Gerekli Eğitimin Verilmesi

- Piyasa katılımcılarına ve piyasa düzenleyicilerine piyasa kurulduktan sonra profesyonel bir şekilde işlemlerini sağlayacak ölçüde eğitim verilmesi.
- Kamunun genel olarak bilgilendirilmesi.

3.7 Türkiye’de Yatırım Yapacak Olan Bireyler Kurumlar ve Özellikleri

3.7.1 Yatırımcı Gurupların Özellikleri

Türkiye’ de vadeli işlemler piyasaları henüz kurulmamış olmasına rağmen, Türkiye’de yerleşik yatırımcılar bu piyasalara yabancı değildir. Özellikle yabancı sermayeli şirketler ve bankalar, yabancı yatırımcılara karşı çalışan aracı kuruluşlar ile yurtdışı işlemleri ile döviz kuru riskine maruz kalan şirketler hem riskten korunmak hem de spekülatif kâr sağlamak amacı ile yurtdışı vadeli işlem borsalarında işlem yapmaktadır. Türkiye’nin toplam işlem hacmi yıllık 3.000-4.000 sözleşme arasında tahmin edilmektedir. Bu rakama Türk şirketlerinin yurt dışındaki iştirakleri ve acentaları vasıtasıyla yaptıkları işlemler dahil değildir. Bunların yanı sıra yabancı aracı kurumların Türkiye’de açmış oldukları irtibat büroları ile yurtdışı vadeli

işlemler piyasalarında işlem yapan kişisel yatırımcıların sayısı da artış göstermektedir.

Yabancı piyasalarda işlem yapan söz konusu grupların belirli bir bilgi ve tecrübe birikimi söz konusudur. Ayrıca, ülkemizde son yıllarda yoğun olarak kullanılan yatırım seçeneklerinde olan repo ve ters repo işlemleri, işleyişi ve sözleşme şartları itibariyle aslında bir vadeli işlemidir. Repo sözleşmeleri nitelikleri itibariyle vadeli işlem sözleşmelerine benzemektedir. İMKB bünyesinde kurulu olan ve 17.02.1993 tarihinden itibaren faaliyete geçen Repo-Ters Repo Piyasasının işleyişi vadeli işlemler piyasasının işleyişi ile benzerlik göstermektedir. Bu nedenle, özellikle bu piyasalarda işlem yapan aracı kuruluşların belirli bir işlem tecrübesi oluşmuş durumdadır.

Bu çerçevede, Türkiye’de endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem göreceği bir borsada potansiyel yatırımcı grupları aşağıdaki gibi olacaktır.

3.7.2 1 Kişisel Yatırımcılar

Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin yapılacağı piyasanın Türkiye’de kurulması söz konusu olduğunda, bu sözleşmeleri yapmak isteyen kişisel yatırımcı grupları öncelikle spot piyasada yüksek kaldıraçtan faydalanmak için kredi kullanan kişilerden oluşacaktır. Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin fiyatları günlük spot piyasa fiyatları arasında belirli bir bağlantı olduğunu ve nitelikleri itibariyle yüksek kaldıraç oranı sağladıkları için sözleşmeler kurumsal dahi olsa kredili menkul kıymet alım satım işlemine benzer sonuçlar doğururlar. Bu yatırımcılar genelde spekülasyon amaçlarıyla piyasaya girmek isteyeceklerdir.

Ülkemizde kredi ile hisse sendi alımı gittikçe yaygınlaşan bir uygulamadır. Aracı kuruluşların sağladığı kredi sayesinde, yatırımcılar kredili işlemin sağladığı yüksek kaldıraç imkanlarını kullanarak kâr zarar profillerini genişletmektedir. Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri de işleyiş bakımından fazla fark arz etmemektedirler. Sözleşme bedelinin düşük bir yüzdesini ödeyerek ileride oluşacak fiyat hareketlerinden kâr elde etme

işlemi, kredili menkul kıymet işlemine eşdeğer bir yapıdadır. Kredili işlemde amaç spekülâtif fiyat artış olasılığı yüksek birkaç hisse senedine yatırım yapmak olsa da genel olarak endekste de bu tür yükselişler olmaktadır. Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmesi piyasasında pozisyon olarak, endekste ki yükselişten faydalanmayı düşünen yatırımcıların işlemleri böylece belirli kurallara bağlı kalacak teminat sistemi sayesinde yatırımcının mali kaynaklarının yetersiz kalacağı risklere girmesi engellenecektir. Böylece, hem spot hem de vadeli piyasa için sağlıklı bir kredi kullanma sistemi ortaya çıkacaktır.

3.7.3 Yerli ve Yabancı Kurumsal Yatırımcılar

Kurumsal yatırımcılar tek tek bireylerin fonlarını bir araya getirerek, menkul kıymetler portföyü oluşturan ve işleten kurumlardır. Bunlar; deneyimsiz ve küçük tasarruf sahiplerinin riskini azaltır, profesyonel bir yönetim sayesinde uzmanlık gerektiren araçların alım satımını yaparak ölçek ekonomilerinden faydalanılmasını sağlar. Böylece, eskisinden daha çok tasarruf sahibini finansal araçlara yatırım yapmaya yönelterek tasarrufların miktarını arttırmaları. Fonların, fon talep eden kimselere aktarılmasını sağlayarak ekonomide etkin kaynak dağılımının gerçekleşmesine katkıda bulunurlar.

Kurumsal yatırımcıların hisse senedi piyasasına girmelerinin yapacağı olumlu etkilerden bir tanesi spekülâtörlerin yarattığı dalgalanmaları yok etmektir. Genellikle uzun vadeli yatırım yapan bu kuruluşlar piyasada pazar oluşturucu görevi üstlenirler. Gelişmiş piyasalarda kurumsal yatırımcıların etkinliği ve işlevi çok önemlidir. Piyasaların gelişmişlik göstergelerinden en önemlileri de kurumsal yatırımcıların ağırlığıdır. Bu nedenle İMKB'nin etkinliğinin artırılması ve piyasanın gelişmiş bir piyasa hale gelebilmesi için kurumsal yatırımcıları hisse senedi piyasasına çekecek unsurlar ve kolaylıkların varlığı büyük bir önem arz etmektedir.

Spot piyasada derinliğin sağlanması amacıyla piyasa girmeleri için çeşitli teşvik unsurları ortak yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri ve emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcıların spot piyasada işlem yapmamalarının önemli nedenlerinden biri portföyelerine dahil

edecekleri hisse senetlerinin, portföyün riskini attırıcı yönde etki yapacak olmasıdır. Zira, aşırı fiyat dalgalanmaları portföy değerlerinde istenmeyen dalgalanmalara yol açabilecek niteliktedir. Bugüne kadar Türkiye’ de kurumsal yatırımcıları hisse senedi piyasasına çekmeye çalışan, başta vergi avantajı olmak üzere, değişik teşvikler, piyasanın mevcut risklerini göze almayı gerektirecek nitelikte olamamıştır. Özellikle yatırım fonları ve ortaklıklarına rağmen büyük avantajlar bile iç tüzüklerinde sınırlama olmayan kurumsal yatırımcıları hisse senedi piyasasına çekememiştir.

Hayat sigortası şirketleri ve emeklilik fonları gibi hisse senedi piyasasına hemen hiç girmemiş olan kurumsal nitelikteki yatırımcıların ortak özelliği bilançolarında uzun vadeli yükümlülüklerin olmasıdır. Türkiye’de sermaye piyasası araçlarının hisse senetleri hariç hemen hepsi kısa vadeli ve sabit getirili araçlardır. Bu nedenle, anılan şirketler aktif-pasif yönetim açısından vade uyumsuzlukları ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Ekonomik istikrarsızlıklar nedeniyle güven unsurunun ön plana çıkmasından doğan bu dengesizlik, bu kurumların sürekli ve kısa vadeli çalışmalarına, dolayısı ile kısa vadeli ekonomik değişim riskine maruz kalmalarına neden olmaktadır. Uzun vadede yüksek getiri sağlayan hisse senetleri ise ekonomideki belirsizliklerden doğan kısa vadeli pozisyon tutma kaygısı nedeniyle, bu kurumlarda riskli gelmektedir. Zira, ödeme dönemlerinde portföyün kısmen nakde çevrilmesi zararın realize edilmesi zorunluluğunu gündeme getirmektedir.

Türkiye hisse senedi yatırımı yapan yabancı kurumsal yatırımcıların Türkiye’ de yatırım yapmalarının nedenlerinden en önemlisi, gelişmekte olan piyasalardaki spekülâtif karlardır. Önesürülen görüşlerden biri, bu yatırımcıların Türkiye’ de bu riski üstlenerek yüksek getiri sağlamak istedikleri, bu nedenle endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerini kullanmayacaklardır. Bu görüş kısmen doğru olmakla birlikte endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin özellikleri düşünüldüğünde yetersiz kalmaktadır.

Spot piyasadaki dalgalanmalar nedeniyle hisse senedi yatırımı yapmaktan çekinen kurumsal yatırımcılar, vadeli işlemler piyasası sayesinde

fiyat riskinden korunabilecekleri için hem spot piyasada hem de vadeli işlemler piyasasında alım-satım yaparak her iki piyasadaki derinliği artıracaklardır.”³⁷



³⁷ ERGİNCAN Yakup, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No: 33 , Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri Portföy Yönetiminde Kullanım ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, 1996, sf.94-105

SONUÇ

Dünyada uygulanan vadeli işlemlerin başarısı ve ekonomiye kazandırdığı istikrar nedeniyle, vadeli işlemler hızla yaygınlaşmaktadır. Yararlı görüldüğü için yaygınlaşan vadeli işlemlerin Türkiye'ye sağlayacağı imkanlar açıkça görülmektedir.

Piyasa oyuncuları, vadeli işlemlerin faydalarını anladıkça, bu işlemlere daha çok yönelecekler ve piyasada fiyatlar kendiliğinden oluşacaktır. Paranın piyasada hızlı bir dönüşüm mekanizmasında akışı sağlanarak, enflasyon düşürülecek ve geniş kitlelerin satın alma gücü artacaktır.

Türkiye ekonomisinde sürekli olarak gündemde olan fiyat dalgalanmaları vadeli piyasaların işlerliği ile vadeli işlem piyasaları, bünyesinde taşıdığı özellikler ile kullanıcılarına büyük kolaylıklar sağlayan, günümüzün en fazla rağbet edilen finans ve risk aktarma araçlarının başında gelmektedir. Ekonomik kararları alan merkez ve piyasa güçlerinin en çok bilmek istedikleri konu olan gelecekteki fiyat konusu, vadeli işlem piyasalarının uygulandığı alanlarda otoritelere bir fikir vermektedir. Serbest piyasada bugünkü fiyatı belirlemede gösterilen başarı, gelecek fiyatlarının belirlenmesinde gösterilememektedir. Vadeli işlem piyasalarının devreye girmesi piyasada yaşanan bu belirsizliği bir nebze olsun giderebilecektir.

Vadeli işlemlerin başarısı, bu işlemlerin yapılacağı borsaların teknik yapıları ve iletişim imkanlarının geliştirilmesi, sistemin işleyişi, faaliyetlerinin çerçevesini belirleyen sağlam hukuksal düzenlemelerin gerçekleştirilmesi ve oyuncuların yeterli biçimde aydınlatılarak belirli bir toplumsal altyapının oluşturulmasıyla mümkün olabilecektir. Vadeli işlem piyasalarının başarılı olabilmesinde en önemli unsurlardan birinin de ekonomik istikrar olduğu akıldan çıkarılmamalıdır.

Bir diğer önemli nokta da ; piyasaların geniş tabanlara yayılarak sığıltan, dolayısıyla sert fiyat hareketlerinden ve kolay manipülasyonlardan etkilenmesinin önlenmesidir. Ayrıca, piyasanın istikrar ve güven içinde işleyebilmesi için denetim mekanizmasının kurulması şarttır. Bu denetim mekanizması gerek borsa dışı denetim gerekse borsa içi oto kontrol şeklinde örgütlenmelidir.

Türkiye’de vadeli işlemlerin gelişmesi için, çalışmamızın diğer bölümlerinde de belirttiğimiz üzere, zamana ihtiyaç vardır. Zamanı kısaltmak ise bizim elimizdedir. Zamanın kısılması ekonomik ve politik istikrardan geçmektedir. İstikrar yakalandığında , derinliği olan bir spot piyasa ile vadeli işlemler hızla gelişecektir. Türk Lirasında gerçek anlamda konvertibl olması ile TL/USD kontratları bile yapılabilecektir. Ancak bugünkü koşullarda en uygun araçlar, döviz, emtia ve sabit getirili araçlar olarak gösterilebilir.



KAYNAKÇA

Active , (2001) Bankacılık ve Finans Dergisi

ARISOY Ebru, ODYAKMAZ Necmi, (1997) Vadeli Ürün (emtia) Borsaları ve Dış Ticaret Açısından Önemi, Dış Ticaret Dergisi

ARTUS Patrick, Anomalies sur les marché financiers, Economica ,Paris,1995

AKKUM, Tülin, İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi, C:29, S: 1/Nisan 2000, s: 47-74

BORANSZTEIN, Eduardo R. and DOOLEY Michael P.; Options on foreign exchange and exchange rate Expectations; IMF staff papers 43; no. 4

BÜKTEL, Oğuz; Ntvmsnc, Ekim 2002

CAMPA, Jose M and CHANG Kevin P.H, (1996); “Arbitrage Based Tests of Target Zone Credibility, American Economic Review 86 ; no.4 sf. 40

CHANG, Carolayn W, and JACK S.K. Chang;(1990) Forward and Future Prices:Evidence from the Foreign Exchange Markets. Journal of finance 45; no:4

ÇAHA, Filiz; (1993) Finansal Vadeli İşlemler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği; İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

DC GARDNER, Currency Options, DC Gardner Workbook, London, 1990a.

DEROSA, David F; Options on Foreign Exchange. Chicag: Probus Publishing

ERGİNCAN Yakup, (1996) Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No: 33 , Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri Portföy Yönetiminde Kullanım ve Türkiye’de Uygulanabilirliği

ERYÜREK, Şenay; (1987) Uluslararası Bankacılıkta Döviz Pozisyonu ve Döviz Ticareti, Anadolu Bankası Yayınları No:3

GARD, Simon J; (1990) Head of Derivative Products and Risk Management, David Cookly Ltd:1990

HULL, John; (1991) Introduction to Futures and Options Markets, U.S.A., Prentice Hall, Inc.

HOWCROFT, Barry and Storey, Christopher, (1989) Management and Control of Currency and Interest Rate Risk, Cambridge, Woodhead-Faulkner Limited

KAMAN, Olgaç Kalgay, (1998) Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Vadeli İşlemler Piyasaları ve Türkiye’de uygulama Çabaları

KAPLAN Cafer, (1999) Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği, T.C.M.B Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No: 9910

KIRIM ,Arman,Bankacılar Dergisi

KIRIM, Arman; (1993) Mali Dünyamızın yeni Kavramları: Factoring,Leasing, Forfaiting, Futures ve Options; İstanbul Mülkiyeliler Vakfı

KIYILAR , Filiz; (1995) Finansal Futures ve Türkiye Uygulaması; İÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü,Yüksek Lisans Tezi

Kurumsal Yatırımcılar Derneği, (1997) Menkul Kıymet Yatırım Fonlarının İdeal Vergileme Sistemi nasıl olmalıdır.

KOLB, Robert W; (1991) Understanding Futures Markets. Miami Kolb Publishing

LEVICH, M Richard; (1998) International Financial Markets Prices and Policies; Mc Graw Hill Companies.

MORGAN, C. W, “Commodity Future Markets in LDCs, CREDIT Research Paper, University of Nottingham

MARCIA STIGUM’S; The Money Market, Newly Revised.

MILLER, Merton H; (1986); Financial Innovation: The Last Twenty Years and the Next.” Journal of Financial and Quantitative Analysis 21; no. 4

MILLER, Robert; Risk Control for Banks = The Use of Financial Futures and Options

Paul Newbold and Others, “ Futures Markets Efficiency, evidence from un evenly spaced contracts” Working Papers , The Leverhulme Trust, October 1999,

TINER John I. and Conneely Joe M., Accounting for Treasury Products, A Practical Guide to Accounting, Tax and Risk Control, 2nd edition, Cambridge, Woodhead-Faulkner Ltd., 1989.

Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği; (2002) Türev Araçlar, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi, Türev Araçlar ve Korunma

<http://www.imkb.gov.tr>

<http://www.turmob.org.tr>

<http://www.vadeli.freeservers.com>

<http://www.musiad.org.tr>

EK - VADELİ İŞLEM PİYASALARIYLA İLGİLİ KAVRAMLAR

Aralık pozisyonu :Zaman aralığı pozisyonu,ürünler arası aralık pozisyonu ve piyasalar arası aralık pozisyonu olmak üzere üç çeşidi bulunmaktadır.

Başlangıç teminatı :Vadeli işlem sözleşmesi alan ve satan tarafların yatırmak zorunda oldukları marj miktarı.

Baz değer :Bir ürünün vadeli işlem fiyatı ile spot fiyatı arasındaki fark..

Contango :Vadeli işlem fiyatlarının spot fiyatların üstünde (ilerisinde) bulunması durumuna ise contango ismi verilmektedir. Bu durumda spekülâtorler kısa , riskten korunular uzun pozisyonadırlar ve spekülâtorler üstlendikleri risk karşılığında vadeli işlem fiyatı ve spot fiyat arasındaki fark kadar kazanç sağlamaktadırlar.

Çevrim :Alım opsiyonu satılması satım opsiyonu alınması ve normal vadeli işlem uzun pozisyonun birleştirilmesiyle oluşturulmaktadır.

Günlük uzlaşma fiyatı :Borsa tarafından alım satım işlemlerin bitişinden sonra belirlenen vadeli işlem sözleşmesi fiyatıdır.

Kısa pozisyon : Vadeli işlem sözleşmesinin satışından kaynaklanan pozisyon.

Nakdi uzlaşma :Finanssal aracın fiziki teslimi yerine oluşan kâr veya zararın nakit ödenmesi veya tahsili yoluyla gerçekleşen uzlaşmadır.

Normal backwardation : Vadeli işlem fiyatlarının spot fiyatlardan düşük olması durumuna normal backwardation (geri kalma) ismi verilmektedir.Bu durumda spekülâtor uzun pozisyonda, riskten korunular ise kısa pozisyonadırlar. Vadeli işlem fiyatının yükselmesi ve vade tarihindeki tahmini spot fiyat seviyesine ulaşması sırasındaki değer artışı sayesinde spekülâtor risk üstlenmesinin karşılığını almış olmaktadır.

Piyasalar arası aralık pozisyonu :Aynı veya birbirleri ile bağlantılı ürünlere ait bir sözleşme alınmakta , bir sözleşme satılmaktadır ; fakat bu işlemler farklı borsalarda gerçekleştirilmektedir.

Sentetik hazine bonusu pozisyonu :Hisse senetlerini elde tutup, endekse dayalı vadeli işlem piyasasında sözleşme satarak gerçekleştirilmektedir.

Sentetik hisse senedi endeksi portföyü :Hazine bonolarını elinde tutup endekse dayalı vadeli işlem piyasasında sözleşme satın alarak oluşturulmaktadır.

Sürdürme teminatı: Vadeli işlem sözleşmesi alan ve satan tarafların yatırdıkları teminatın fiyat değişimleri sonucu inebileceği alt sınır. Teminat hesabındaki tutar sürdürme teminatının altına düştüğünde teminat başlangıç teminatı düzeyine yükseltilir.

Tail: Yatırımcı öz sermaye hesabındaki marj miktarının üstündeki tutarı başka bir yatırım aracına yatırıp gelir elde edebilir; marj sınırının altındaki tutarı ise borçlanarak karşılayabilir. Bu nedenle alınacak veya satılacak sözleşme adedini belirlerken sayılan durumları dikkate almak için tail katsayısı hesaplanmaktadır.

Ters çevrim: Alım opsiyonunun alınması ,satım opsiyonunun satılması ve vadeli işlem piyasasında kısa pozisyon alınmasıyla oluşturulur.

Uzun pozisyon :Vadeli işlem sözleşmesi satın alınmasından kaynaklanan pozisyon.

Ürünler arası aralık pozisyonu: Aynı vadeli ve birbirleri ile bağlantılı ürünlere ait sözleşmelerden biri alınmakta diğeri satılmaktadır.

Zaman aralığı pozisyonu: Aynı ürüne ait fakat vadeleri farklı iki sözleşmeden biri alınmakta diğeri satılmaktadır.