

T.C.
CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
MUHASEBE – FİNANSMAN ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

144700

VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSALARINDA
TARIMSAL ÜRÜNLERE DAYALI VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ
TÜRKİYE UYGULAMASI

HAZIRLAYAN

Rozi MİZRAHİ

144700

DANIŞMAN

Yrd. Doç. Dr. Hakan ARACI

MANİSA 2004

YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ

TEZ VERİ FORMU

Tez No:

Konu:

Üniv.Kodu:

Not: Bu bölüm merkezimiz tarafından doldurulacaktır.

Tezin Yazarının

Soyadı: MİZRAHİ

Adı: ROZİ

Tezin Türkçe Adı: VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSALARINDA TARIMSAL ÜRÜNLERE DAYALI VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ TÜRKİYE UYGULAMASI

Tezin Yabancı adı: FUTURES CONTRACTS ON AGRICULTURAL PRODUCTS IN FUTURES AND OPTIONS MARKETS TURKEY APPLICATION

Tezin Yapıldığı

Üniversite : CELAL BAYAR ÜNİVERSİTESİ **Enstitü :** SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
Yılı : 2004

Diğer Kuruluşlar :

Tezin Türü: 1- Yüksek Lisans XXXX
2- Doktora
3- Tıpta Uzmanlık
4- Sanatta Yeterlilik

Dili : TÜRKÇE
Sayfa sayısı : 155
Referans sayısı : 55

Tez Danışmanlarının

Ünvanı : YRD.DOÇ.DR **Adı :** HAKAN

Soyadı : ARACI

Ünvanı : **Adı :**

Soyadı :

Türkçe Anahtar Kelimeler:

İngilizce Anahtar Kelimeler:

- 1- Vadeli İşlem Sözleşmeleri
- 2- Opsiyon Sözleşmeleri
- 3- Riskten Korunma
- 4- Buğday Vadeli Sözleşmeleri
- 5- Pamuk Vadeli Sözleşmeleri

- 1- Futures Contracts
- 2- Options Contracts
- 3- Hedging
- 4- Wheat Futures Contracts
- 5- Cotton Futures Contracts

ÖZET

Piyasa koşulları içerisinde kar elde etmek amacıyla faaliyet gösteren taraflar, ekonomik koşulların sebebiyet verdiği belirsizlikleri ve bunun paralelinde oluşan riskleri mümkün olduğunca minimize etmeyi amaçlamaktadır. Bu amaçla çeşitli finansal araçlar oluşturulmakta ve taraflar bu finansal araçlar vasıtasıyla beklentilerinin gerçekleşmesine engel olabilecek belirsizliklerden kendilerini bertaraf etmeyi planlamaktadırlar. Vadeli işlemler piyasası da bu finansal araçlardan biridir. İlk olarak 19.yüzyıl başlarına oluşturulan bu piyasalar temelinde risk transferini barındırmakta ve ileride oluşabilecek risklerden kendilerini korumayı amaçlayan taraf ile (Hedger) , bu riski satın alarak kar elde etmeyi planlayan taraf (Spekülatör) arasında bir denge kurarak risk transferinin gerçekleşmesine imkan tanımaktadır.

Yatırımcıların gelecekteki belirsizlikler karşısında oluşabilecek kayıplardan korunmalarında risk yönetiminde kullanılan finansal vadeli araçlar tanıtılarak bu araçların çeşitleri ve önemi üzerinde durulmaktadır.

Vadeli işlem piyasaları ülkemizde kuruluş aşamasındadır. İlk olarak tarımsal ürünlerde pamuk ve buğday ile faaliyete geçirilmesi düşünülen bu piyasaların geçerlilik kazanabilmesi için öncelikle tarım ürünlerinin fiyat akışına devletin müdahalesinin durdurulması gerekmektedir.

Vadeli işlem piyasalarının faaliyete geçmesiyle gerek spekülatörlerin gerekse risklerini en aza indirmek isteyen tüccarların katkılarıyla borsada hareket ve likidite sağlanacaktır.

ABSTRACT

The parties that act with the motive of profiting within the market conditions, aim to minimize the uncertainty caused by the economic conditions and the risks that arise parallel to this. For this objective, various financial means are formed and the parties, with the use of these financial means, plan to protect themselves from the indefiniteness that will prevent the realizing of their expectations. Term Process (Futures) Market is one such financial tool. It aims for the future purchasing or delivery of a good with price verified today. These markets that were first formed in the 19th century are based on risk transfer and, by establishing a balance between the party that aim to protect themselves from risks that may occur in the future (Hedger) and the party that plans to profit by buying this risk (Speculator), it allows the actualizing of the risk transfer.

The financial futures tools which are used by investors to protect against losses due to uncertainties in the future, are being introduced. The importance and sorts of these financial futures markets tools are given.

Term Process Markets in our country are at a formation stage. For the validity of these markets which are considered to initially become active in agricultural products with cotton and wheat, the government interference upon the price flow of agricultural products must be ceased.

Liquidity and volatility on Exchange will be provided by contribution of speculators and merchants who would like to minimize their risks.

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum, “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarında Tarımsal Ürünlere Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri Türkiye Uygulaması ” adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilen eserlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

25/08/2004
Rozi MİZRAHİ



TEZ SAVUNMA SINAV TUTANAĞI

Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü 27/08/2004 tarih ve 12/1 sayılı toplantısında oluşturulan jürimiz tarafından Lisans Üstü Öğretim Yönetmeliği'nin 24. Maddesi gereğince Enstitümüz İşletme Anabilim Dalı Muhasebe-Finansman Programı öğrencisi Rozi Mizrahi'nin "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarında Tarımsal Ürünlere Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri Türkiye Uygulaması" Konulu tezi incelenmiş ve aday 07/09/2004 tarihinde saat 14.00 'de jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 60 dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerine sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin,

BAŞARILI olduğuna OY BİRLİĞİ
DÜZELTME yapılmasına * OY ÇOKLUĞU
RED edilmesine ** **ile karar verilmiştir.**

* Bu halde adaya 3 ay süre verilir.
** Bu halde adayın kaydı silinir.

ÜYE

Yrd. Doç. Dr. Hakan ARACI
(Danışman)

BAŞKAN
Prof.Dr.Semra ÖNCÜ

ÜYE

Yrd. Doç.Dr. Ramazan GÖKBUNAR

Evet Hayır
*** Tez, burs, ödül veya Teşvik prog. (Tüba, Fullbright vb.) aday olabilir.

Tez, mutlaka basılmalıdır.

Tez, mevcut haliyle basılmalıdır.

Tez, gözden geçirildikten sonra basılmalıdır.

Tez, basımı gereksizdir.

TABLO LİSTESİ

TABLO 1 : Oyun Kuramı Matrisi.....	27
TABLO 2 : Spekülatör ve Hedger İlişkisi Payoff Matrisi.....	29
TABLO 3 : Takas Merkezi Teminat Sistemine Örnek.....	35
TABLO 4 : Takas Merkezi Kâr ve Zarar Transferine Örnek.....	36
TABLO 5 : Tarımsal Ürün Üretimi ve Destekleme Alımları.....	65
TABLO 6 : Vobaş A.Ş. Yönetim Kurulu Üyeleri.....	115
TABLO 7 : Günlük Piyasa ve Fiyat Bilgileri Endeksi.....	120
TABLO 8 : Katılımcıların Yaş Grubu ile Türev Piyasaların Kurulmayışının Sermaye Piyasalarına Etkisi Konusundaki Görüşleri Arasındaki İlişki..	130
TABLO 9 : Katılımcıların Yaş Grubu ile Türev Piyasalara Aktif Katılım Düşünceleri Arasındaki İlişki.....	131
TABLO 10: Katılımcıların Meslekleri ile Türev Piyasaların Türev Piyasaların Gerekliliği Konusundaki Görüşleri Arasındaki İlişki	132
TABLO 11: Katılımcıların Meslekleri ile Türev Piyasaların Kurulmayışının Sermaye Piyasalarına Etkisi Konusundaki Görüşleri Arasındaki İlişki.....	133
TABLO 12 : Katılımcıların Meslekleri ile Türev Piyasalarda İşlem Görme Amaçları Arasındaki İlişki.....	134
TABLO 13: Katılımcıların Meslekleri ile Türev Piyasaların Sanayici ve İhracatçı Kesimine Sağlayacağı En Önemli Avantaj Konusundaki Görüşleri Arasındaki İlişki.....	135
TABLO 14: Katılımcıların Türev Piyasa Konusundaki Eğitimleri ile Türev Piyasalara Aktif Katılım Konusundaki Düşünceleri Arasındaki İlişki.....	136
TABLO 15: Katılımcıların Türev Piyasa Konusundaki Eğitimleri ile Türev Piyasalardaki İşlemlerde Fiziki Teslimat Zorunluluğu Konusundaki Görüşleri Arasındaki İlişki.....	137

ŞEKİL LİSTESİ

ŞEKİL 1: Klasik Swap Yapısı.....	14
ŞEKİL 2: Emir Süreci (Order Process).....	45
ŞEKİL 3: Kapanan Örümcek Ağı Teoremi.....	69
ŞEKİL 4: Açılan Örümcek Ağı Teoremi.....	71
ŞEKİL 5: Sürekli Dalgalandan Örümcek Ağı Teoremi.....	72
ŞEKİL 6: Devletin Taban fiyat Uygulaması.....	73
ŞEKİL 7: Devletin Tavan Fiyat Uygulaması ve Karaborsa Oluşması.....	74
ŞEKİL 8: Vobaş A.Ş. Organizasyon Şeması.....	114



İÇİNDEKİLER

KAPAK.....	I
TEZ VERİ FORMU.....	II
ÖZET.....	III
ABSTRACT.....	IV
YEMİN METNİ.....	V
TUTANAK.....	VI
TABLO LİSTESİ.....	VII
ŞEKİL LİSTESİ.....	VIII
GİRİŞ.....	1

I. BÖLÜM VADELİ İŞLEM PIYASALARI

1.1 Vadeli İşlemlerin Tanımı.....	3
1.2 Vadeli İşlemlerin Tarihsel Gelişimi.....	6
1.3 Vadeli İşlem Türleri.....	8
1.3.1 Forward İşlemler.....	8
1.3.2 Futures İşlemler.....	10
1.3.3 Options İşlemler.....	12
1.3.4 Swap İşlemler.....	14
1.4 Vadeli İşlem Türlerinin Karşılaştırılması.....	18
1.4.1 Futures ve Forward İşlemlerin Karşılaştırılması.....	18
1.4.2 Futures ve Opsiyon İşlemlerin Karşılaştırılması.....	22
1.4.3 Opsiyon ve Forward İşlemlerin Karşılaştırılması.....	22
1.5 Vadeli İşlem Tarafları.....	23
1.5.1 Spekülatör.....	24
1.5.2 Hedger.....	25
1.5.3 Arbitrajci.....	26
1.5.4 Spekülatör Hedger İlişkisinin Oyun Kuramı İle Açıklanması.....	26
1.6 Vadeli İşlem Piyasalarında Futures İşlemlerin Temel Özellikleri.....	30

1.6.1 Standardizasyon.....	30
1.6.2 Takas Merkezi.....	31
1.6.2.1 Takas Merkezi'nin Yapısı.....	31
1.6.2.2 Takas Merkezinde İşlem Sırası.....	32
1.6.2.3 Takas Merkezinde İşlem Teminatları.....	33
1.6.2.4 Takas Merkezinde Günlük Hesaplaşma.....	36
1.6.3 Marjin Teminat Sistemi	37
1.7 Vadeli İşlem Piyasalarında Futures İşlemlerin Organizasyonu.....	41
1.7.1 Borsa Komisyonu.....	41
1.7.2 Borsa Üyeleri.....	42
1.7.3 Komisyon Acentaları.....	42
1.7.4 Müşteriler.....	43
1.7.5 Korbey	43
1.7.6 Takas Odası.....	45
1.8 Vadeli İşlem Piyasalarının İşlevleri Yararları ve Fonksiyonları.....	46
1.8.1 İşlevleri.....	46
1.8.2 Yararları.....	46
1.8.3 Fonksiyonları.....	47
1.8.3.1 Risk Transferi.....	47
1.8.3.2 Hedging.....	48

II.BÖLÜM RİSK YÖNETİMİ AÇISINDAN VADELİ İŞLEM PİYASALARI

2.1 Risk Yönetiminin Tanımı ve İçeriği.....	51
2.1.1 Sistematik Risk.....	51
2.1.2 Sistematik Olmayan Risk.....	52
2.2 Risk Yönetiminde Kullanılan Araçlar.....	52
2.2.1 Forward ve Futures Sözleşmeleri.....	53
2.2.2 Opsiyon Sözleşmeleri.....	54
2.2.3 Swap Sözleşmeleri.....	55
2.3 Risk Yönetiminde Opsiyon Piyasalarının Yeri ve Önemi.....	56
2.4 Riskten Korunma Stratejileri.....	57

2.4.1 Hisse Senedi Opsiyonları ile Riskten Korunma.....	57
2.4.2 Döviz Opsiyonları ile Riskten Korunma.....	58
2.4.3 Endeks Opsiyonları ile Riskten Korunma.....	58
2.4.4 Faiz Opsiyonları ile Riskten Korunma.....	60

III.BÖLÜM TARIMSAL ÜRÜNLERE DAYALI VADELİ İŞLEM BORSALARI

3.1 Tarımsal Ürünlerde Fiyat Oluşumu.....	67
3.1.1 Örümcek Ağı Teorisi.....	67
3.1.1.1 Dengeye Dönük Dalgalanma.....	68
3.1.1.2 Dengeden Uzaklaşan Dalgalanma.....	70
3.1.1.3 Sürekli Dalgalanma.....	71
3.1.2 Tarımsal Ürünleri Destekleme Politikaları.....	72
3.1.2.1 Taban Fiyatı.....	73
3.1.2.2 Tavan Fiyatı.....	74
3.1.2.3 Prim Sistemi.....	75
3.2 Tarımsal Ürünlerde Futures Piyasaların İşleyişi.....	75
3.2.1 Alış ve Satış.....	75
3.2.2 Future Hesabı Açılması.....	76
3.2.3 Emrin Verilmesi.....	76
3.2.4 Emirler.....	76
3.2.5 Emrin Yerine Getirilmesi.....	77
3.2.6 Alıcı ve Satıcı Tarafından Takas Fişinin Hazırlanması.....	77
3.2.7 Takas Odasının Sürece Girişi.....	77
3.2.8 Teslim.....	78
3.3 Tarımsal Ürünlerde Kontrat ve Üreticilerle Yapılan Kontrat Çeşitleri.....	78
3.4 Chicago Board of Trade ve Tarımsal Ürün Kontrat Örnekleri.....	83
3.5 Buğdaya Dayalı Vadeli İşlemler.....	89
3.5.1 Buğdayın Tanımı ve Tarihi.....	89
3.5.2 Türkiye’de Buğday Üretimi ve Verimi.....	90

3.5.3 Dünya’da Buğday Üretimi ve Verimi.....	92
3.5.4 Türkiye’de Buğday Dış Ticareti.....	92
3.5.5 Buğday Pazarlama Kanalları.....	93
3.5.6 TMO’nun Amacı ve Faaliyetleri	93
3.5.7 Buğdayda Destekleme Alımları	95
3.5.8 Buğdayda Futures Piyasa Uygulanabilirliği.....	95
3.5.9 Dünya’da Buğday Üzerine Futures Kontrat Yapan Vadeli İşlem Borsaları.....	97
3.6 Pamuğa Dayalı Vadeli İşlemler.....	97
3.6.1 Pamuğun Tanımı ve Tarihi.....	97
3.6.2 Türkiye’de Pamuk Üretimi ve Verimi.....	98
3.6.3 Dünya’da Pamuk Üretimi ve Verimi.....	99
3.6.4 Türkiye’de Pamuk Dış Ticareti.....	99
3.6.5 Pamuk Pazarlama Kanalları.....	100
3.6.6 Pamukta Destekleme Politikaları.....	101
3.6.7 Pamukta Futures Piyasa Uygulanabilirliği.....	102
3.6.8 Pamuk Vadeli İşlemler Borsasının İlgili Kesimlere Sağlayacağı Düşünülen Yararlar.....	104
3.6.9 Dünya’da Pamuk Üzerine Futures Kontrat Yapan Vadeli İşlem Borsaları.....	106

IV. BÖLÜM TÜRKİYE UYGULAMASI

4.1 Türkiye’de Vadeli İşlem Borsası’nın Uygulanabilirliği.....	107
4.2 Vadeli İşlemlerin Türkiye Finansal Piyasalarına Olası Etkileri.....	108
4.3 Türk Tarım Sektöründe Mevcut Sorunlar.....	109
4.3.1 Tarımsal Politikalar ile İlgili Sorunlar.....	110
4.3.2 Üreticiler ile İlgili Sorunlar.....	111
4.4 Vobaş A.Ş.....	111
4.4.1 Genel Bilgiler.....	111
4.4.2 Hedefleri.....	112
4.4.3 Hissedarları.....	113
4.4.4 Üyelik Şartları.....	115

4.4.5 Takas Kurumu.....	117
4.4.6 Vobaş Bilgi Teknolojileri Sistemi.....	117
4.4.7 Günlük Piyasa ve Fiyat Bilgileri.....	119
4.4.8 Üreticiler.....	121
4.5. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsaları Potansiyel Müşteri Anketi ve Değerlendirilmesi.....	122
4.5.1 Anket Sonuçlarının Frekans Dağılımlarına Göre Değerlendirilmesi..	123
4.5.2 Katılımcıların Yaşlarının Sorulara Verilen Yanıtlara Etkisi.....	129
4.5.3 Katılımcıların Mesleklerinin Sorulara Verilen Yanıtlara Etkisi.....	131
4.5.4 Katılımcıların Türev Piyasalar Konusundaki Eğitim Seviyelerinin Sorulara Verilen Yanıtlara Etkisi.....	135
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	139
EK 1 : DÜNYA'DAKİ VADELİ İŞLEM BORSALARININ LİSTESİ.....	142
EK 2 : VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSALARI POTANSİYEL MÜŞTERİ ANKETİ.....	146
KAYNAKÇA.....	152

GİRİŞ

20. Yüzyılın başlarından itibaren dünyadaki ekonomik gelişmeler yeni finansal araçların ortaya çıkışını da beraberinde getirmiştir. Dünya ekonomisine hakim olan ve genelde devletin korumacılığı adı altında şekillenen ekonomik sistemlerde özellikle fiyat sabitlemesi olarak adlandırılan, hükümetlerin tarımsal destekleme programları gibi, uygulamalar fiyat risklerini ortadan kaldırdığı için bu tip riskleri azaltmak ya da yok etmek için herhangi bir araca ya da yönteme gerek duyulmamıştır. Ancak hükümet programlarının değişmesi ve iklimlerdeki beklenmeyen değişiklikler daha dalgalı fiyatlar ve faiz oranlarını beraberinde getirmiştir.

Vadeli işlem sözleşmeleri, 1970'li yıllarda daha önce tecrübe edilmemiş boyutta fiyat dalgalanmalarına neden olan yapısal değişikliklerin ortaya çıkmasından sonra önem kazanmışlardır. Bilindiği üzere, 1972 yılında dünya büyük bir ekonomik bunalımla karşı karşıya kalmış, enflasyon ve stagflasyon dünyanın gelişmiş ülkelerini bile sarsmıştır. Bu büyük bunalımı atlatmak için getirilen önlemlerden biri Bretton Woods sabit kur sisteminin terkedilip, dalgalı kur sistemine geçilmesi olmuştur. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ikinci önlem olarak, 1973 yılında OPEC'in neden olduğu petrol krizinin yarattığı enflasyonun önüne geçebilmek için para politikalarına daha fazla önem vermeye başlamış ve bu politika faiz oranlarında dalgalanmalara neden olmuştur. Bu dönemin hemen ardından gelen faiz ve ülkelerarası sermaye akımlarının serbestleştirilmesi sonucunda mali piyasalarda daha önceden tahmin edilemeyen fiyat dalgalanmaları başgöstermiştir. Ekonomilerin gerek reel, gerekse mali sektörlerini etkileyen fiyat dalgalanmalarının etkisinden korunmaya çalışan kesimler ile bu belirsizliklerden yararlanmaya çalışan kesimlerin talebi vadeli işlem sözleşmelerine olan ilgiyi olağanüstü boyutta arttırmış ve bu sözleşmelerin işlem gördüğü borsaların işlem hacimleri sürekli artan bir trend izlemiştir.

Her yeni finansal araç, dönemin gereklilikleri doğrultusunda ortaya çıkmıştır. Vadeli işlem sözleşmelerinin ortaya çıkışı da bu fiyat risklerinin azaltılmasını veya sınırlandırmasını sağlamak amacıyla olmuştur. Üzerinde anlaşılan bir varlığın, değerinin çok düşük bir yüzdesine karşılık gelen bir teminat yatırarak, önceden belirlenen fiyatta ve tarihte satın alınmasını ya da satılmasını sağlayan vadeli işlem sözleşmelerinin başlıca iki işlevi; spot portföyün veya stokların fiyat riskinden korunmasını ve ileride

oluşması beklenen fiyat hareketlerine bugünden yatırım imkanı sağlamalarıdır. Vadeli işlem sözleşmeleri bu iki işlevin ucuz ve kolay gerçekleşmesini sağlayan araçlardır.



LBÖLÜM VADELİ İŞLEM PİYASALARI

1.1 VADELİ İŞLEMLERİN TANIMI

Vadeli işlem sözleşmeleri; üzerinde anlaşılan bir varlığın önceden belirlenen gelecek bir tarihte, belirlenen fiyatta, miktarda, kalitede ve yerde satın alınmasını ya da satılmasını sağlayan anlaşmalardır. Vadeli işlemler forward, futures, opsiyon ve swap işlemlerini kapsar. Ancak vadeli işlem piyasaları terimi Türk finans literatüründe genellikle futures işlem piyasalarını tanımlamada kullanılmaktadır. Bunu dışında yer alan forward, opsiyon ve swap piyasaları ise literatürde bilinen isimleriyle yer almaktadır. Söz edilen tüm bu türev piyasalarda vade anlamında gelecek olgusu söz konusu olup, vadeli işlem piyasaları olarak sadece futures piyasalarından söz edilmesi doğru değildir. Bu bağlamda futures sözleşmeleri için organize gelecek sözleşmeleri; forward sözleşmeler için, organize olmayan gelecek sözleşmeleri; opsiyon sözleşmeleri için cayma haklı gelecek sözleşmeleri ve swap sözleşmeleri için vade takas sözleşmeleri karşılığı kullanılabilir.¹

Vadeli işlem borsaları ise , bir malın (tarımsal mal, değerli maden, döviz, hazine bonusu, devlet tahvili, borsa endeksi) taraflar arasında yapılan anlaşma sonucu belirli bir fiyattan ileriki bir tarihte teslim edilmek üzere alım satım sözleşmelerinin yapıldığı ve bu sözleşmelerin el değiştirdiği borsalardır.²

Nobel ödüllü ekonomist Prof. A. Paul Samuelson 'a göre vadeli işlem borsaları, riskten korunan yatırımcılarıyla ve spekülâtörleriyle, bir ekonomide riskin azaltılması va azaltılamayan risklerin de optimal olarak paylaşılması işlevini yerine getirirler.³

Vadeli işlem piyasaları kuruldukları ülkelerde beş temel ekonomik işlevi yerine getirirler :⁴

¹ Ekrem TUFAN, Futures İşlemlerin Piyasa Etkinliğine Olan Etkisinin Test Edilmesi , Anadolu Üniversitesi Yayın No : 1283 , Eskişehir, 2001 ,sf.5

² Muharrem KARSLI, Sermaye Piyasası Borsası Menkul Kıymetler, İrfan Yayıncılık ve Tanıtım Ltd.Şti., İstanbul , 1992,sf.229

³ Yakup ENGİNCAN, Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Sermaye Piyasası Yayınları,İstanbul, 1996,sf.7

- Riski , üstlenmek istemeyenlerden üstlenmek isteyenlere transfer,
- Şirketlerin gelecek fiyatları tahmin etmesinin kolaylaştırılması,
- Sermaye oluşumunun kolaylaştırılması,
- Fiyat oluşumu sürecinin kolaylaştırılması,
- Karar vermek için bilgi kaynağı sağlaması.

Vadeli işlemler piyasasında iki amaç doğrultusunda işlem yapılmaktadır. Bu piyasada fiyat riskinden bu riski aktarmak yoluyla korunmak isteyen üreticiler (hedger) ile geleceğe yönelik fiyat belirsizliklerinden kar sağlamayı amaçlayan spekülâtörler bulunmaktadır. Bu piyasaların varlığı bir yandan üreticilere üstlenmek istemedikleri riskin bir bölümünü aktarma olanağı sağlarken, diğer yandan da spekülâtörlere riski üstlenmek yoluyla kar olanağı sağlamaktadır. Ürünü satmak isteyen bir üretici vadeli işlemler piyasasına gelip ileriki tarihli bir kontrat satarak kısa (short) pozisyon alır. Bu kişinin karşısında ise bu kontratı alan ve uzun pozisyon (long) tutan spekülâtör bulunmaktadır. Vade bitimi yaklaştığında kontratlar fiziki teslimat ya da ters pozisyon almak suretiyle kapatılırlar. Dünya vadeli işlemler piyasasında kontratlar büyük bir çoğunlukla ters pozisyon alınarak kapatılmaktadır.

Vadeli piyasalar kendi düzenlerini kendileri kurarlar. Franklin Edwards bu piyasaların ; kişiler , katılımcılar ile bu piyasalara kurallar ve yönetmelikler koymak için kurulmuş kuruluşlar arasında adi ortaklıklar olarak geliştiğini ileri sürer.⁵

Vadeli işlemler piyasalarının işleyişinde devamlılığı sağlayan iki temel unsur bulunmaktadır. Bunlardan ilki marjın mekanizması, diğeri ise takas odası kurumudur. Vadeli işlem piyasalarında işlem yapmak isteyen bir kişi ön (initial) marjın olarak adlandırılan ve takas odası tarafından belirlenen bir miktarı teminat olarak yatırmak zorundadır. Açılan bir pozisyonu devam ettirebilmek için ön marjine ek olarak günlük işlemler esnasında oyuncuların zarar etmesi durumunda borsanın tıkanmasını önlemek amacıyla bir sürdürme (maintenance) marjini yatırma zorunluluğu vardır. Bu marjın günlük maksimum değişim miktarını karşılayacak şekilde istatistiki yöntemler

⁴ Raymond LEUTHOLD, Joan C. JUNKUS & Jean E. CORDIER, The Theory and Practice of Futures Markets, Lexington Books, 1989, sf.3

⁵ Franklin R. EDWARDS, Cindy W. MA, Futures & Options, Mccraw Hill Book Company , Newyork, 1992, sf.417

kullanılarak hesaplanmaktadır. Vadeli işlemler piyasasında fiyatların arz-talep dengesine göre oluşumunun yanısıra fiyat oluşum mekanizmasının da kendi içinde bir mantıksal çerçevesi vardır. Vadeli işlem kontratları bugün belirlenen bir fiyattan gelecekte mal teslimini veya alımını öngören kontratlardır. Bu kontratlar üzerindeki fiyatlar $F=S+C$ olarak formüle edilebilir. Burada F vadeli işlem kontratının fiyatını, S ürünün spot piyasa maliyetini, C ise depolama, sigorta, yükleme ve faizi içeren toplam giderleri (cost of carry) ifade etmektedir. Fiyat oluşumunda uluslararası piyasalarda istikrarın sağlanması arbitraj mekanizmasıyla olmaktadır. Bu mekanizmayla piyasalar arasında oluşacak fiyat farklılıkları ekonomik kurama göre görünmez el (invisible hand) yardımıyla ortadan kalkacaktır. Baz olarak adlandırılan ve F-S şeklinde ifade edilen kavram piyasaların yapısı hakkında fikir vermektedir. Normal koşullarda bazın pozitif olduğu piyasalar *contango* piyasalar olarak adlandırılırlar. Spot piyasalarda arz kıtlığının yaşanması durumunda spot fiyat gelecek fiyatından daha yüksekte oluşur, bu durumda baz negatif olur ve bu tip piyasalar ters (backwardness) piyasalar olarak adlandırılırlar. Bazı koşullarda piyasa, futures kontratı bitim tarihinde herhangi bir nedenle mal bulmada bir sıkışıklık olacağını düşünüyorsa bu beklentiye gelecek fiyatlarına yansıtacaktır. Bu durumda formül $F=S+C-CY$ şeklini alacaktır. Burada CY uygunluk getirisini (convenience yield) ifade etmektedir. Arz kıtlığının formüle yansıtılması CY ile mümkün olmaktadır.⁶

Vadeli işlemler piyasasında ikinci önemli mekanizma takas odasıdır. Takas odası kısa ve uzun pozisyon alan oyuncuların yükümlülüklerini yerine getirmeleri konusunda taraflara karşılıklı olarak bağlayıcı nitelikte garanti sağlamaktadır. Takas odası tüm ticari işlemlerin yürütüldüğü merkezdir. Vadeli işlem piyasalarında tüm kontrat alım ve satımları takas odası aracılığıyla yürütülmektedir. Benzer şekilde tüm marjinler takas odasına yatırılmakta ve kontratlarla ilgili kayıtlar burada tutulmaktadır. Takas odaları vadeli işlem borsalarına bağlı bir bölüm olabileceği gibi ondan bağımsız, ancak borsa ile ilişkili bir kuruluş da olabilmektedir. Vadeli işlem piyasaları yapı olarak spekülasyona açık piyasalardır. Vadeli işlem piyasalarının bir özelliği de marjin mekanizmasının piyasada kaldıraç (leverage) etkisi yaratmasıdır. Bu etki sayesinde göreceli olarak küçük miktarlarla büyük işlemler yapılabilir. Ayrıca oyuncuların

⁶ Franklin R. EDWARDS, Cindy W. MA, Futures & Options, Mccraw Hill Book Company , Newyork, 1992, sf.417

serbest piyasa şartlarına ters olacak şekilde borsada squeeze'ler ve corner'lar yaratması mümkündür. Bu nedenle bu tip piyasalarda denetim önem kazanmaktadır.

Bir piyasanın varlığının toplumca onaylanması piyasanın ekonomik açıdan toplumun genel refah düzeyine katkısıyla orantılıdır. Bu çerçevede vadeli işlem piyasalarının kurulması ve denetiminin bu piyasaların fonksiyonları gözönüne alınarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Denetimin temel amacı da vadeli işlem piyasalarının fonksiyonlarını en iyi biçimde yerine getirmesine olanak sağlamak ve spekülasyon yoluyla risk transferinin gerektirdiği ölçünün üstünde haksız kazançların oluşumuna engel olmaktır.⁷

1.2 VADELİ İŞLEMLERİN TARİHSEL GELİŞİMİ

Vadeli işlemler konusunda ilk gelişmeler 18. yüzyılda Japonya'da meydana gelmiştir. İlk kaydedilen futures ticareti 1679 yılında yapılmış, fakat bu işlem 61 yıl boyunca Takugawa Shogunate Hükümeti tarafından yasal olarak tanınmamıştır.

Dünyada bilinen ilk vadeli işlemler piyasası olan Dojima Pirinç Ticaret Kurulu 1730 yılında Osaka'da kurulmuştur. Osaka, feodal dönem boyunca Japonya'nın en büyük ve önemli liman şehri olmuş, pirinç tarlalarına yakınlığı ve başarılı bir liman şehri olması sonucunda bir pirinç ticaret merkezi haline gelmiştir. Şehrin en büyük pirinç tacirinin deposu tacirlerin pirinç fiyatlarını ve ticaretle ilgili diğer konuları tartıştığı bir alan olarak kullanılmıştır. Bu depo 1650'li yıllarda Japonya'nın ilk mal borsası olmuş ve daha sonra Osaka'nın Dojima Bölgesi'ne taşınmıştır.⁸

Amerika Birleşik Devletleri'nde ise 19. yüzyıl başlarından itibaren üretim tekniği ve araçların gelişmesi sonucu tarımsal üretim kapasitesinin artması, gerek ülke içinde gerekse diğer ülkelerde ulaşım ve ticaret olanaklarının iyileşmesi ve nüfus artışları nedeniyle vadeli piyasa işlemlerinde hızlı bir gelişme başlamıştır.

⁷ Ümit EROL, Futures Piyasaları Teorik ve Pratik, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.190 , Ankara, Ekim 1994, sf 26-27

⁸ İZMİR TİCARET BORSASI, Vadeli İşlemler Borsaları İçin Temel Rehber, Yayın No:51, İzmir, Eylül 1993, s.7

İlk kayıtlı sözleşme 13 Mart 1851'de yapılmıştır. Bu sözleşme 3.000 bushel (Amerikan ölçüsü birimi, 1 bushel= 35,2383 litre = 22,3944 kg eşittir.) Hububatın Haziran ayında 13 Mart fiyatının bushel başına 1 cent altında teslimini öngörüyordu. Bugün bilinen anlamda ilk sözleşme 'to arrive' sözleşmelerine dayanmakta olup, ilk defa 1865 yılında Chicago Board of Trade (CBOT)'da işlem görmüştür.⁹ CBOT 1884'de ilk takas odasını kurmuş, fakat bu takas odasının fonksiyonu sadece taraflar arasında teyit edilmiş ticareti takas etmek ve diğer muhasebe kayıtlarını tutmaktan ibaret olmuştur. Günümüzdekilerle karşılaştırılabilecek nitelikteki ilk takas odaları 1891'de Minneapolis ve Kansas City'de kurulmuştur. Organize vadeli piyasa oluştuktan sonraki 100 yıllık dönem boyunca bu piyasada esas itibariyle tarım ve sanayi ürünleri üzerine yapılan sözleşmeler işlem görmüş, gümüş üzerine ilk organize vadeli işlemler 1931'de, altın mülkiyetinin serbest bırakılmasından sonra altın üzerine organize vadeli işlemler 1975'de başlamıştır. 1960'ların başından itibaren tartışılmaya başlanan sabit getirili menkul kıymetler üzerine organize vadeli işlemler, 1969 yılında faiz hadlerinin aniden önemli ölçüde artması ve bu nedenle ipotekle kredi verenler (mortgage lenders) başta olmak üzere ellerinde sabit getirili menkul kıymet bulunduran yatırımcıların büyük miktarda zarar etmesi sonucu fiilen kullanılmaya başlamıştır. CBOT, 1972 yılında ipotekli borçlar üzerine vadeli sözleşme (mortgage futures contract) taslağı hazırlamıştır. Bu taslağa Commodity Futures Commission 1975'de son şeklini vermiş ve GNMA (Government National Mortgage Association) vadeli sözleşmeleri 20 Ekim 1975 tarihinden itibaren Chicago borsasında işlem görmeye başlamıştır. Döviz üzerine organize olmayan bir vadeli piyasanın uzun zamandır varlığına karşın, organize döviz vadeli sözleşmeler 1972'de ortaya çıkmıştır. Chicago Ticaret Kurulu'nun bir bölümü olan IMM (Internatinal Monetary Market), Chicago Ticaret Borsası'na bağımlı olarak 7 yabancı para üzerine vadeli sözleşmeler ticaretine başlamıştır. 1982'de Kansas şehri ticaret kurulu 'Value Line Hisse Senedi Endeksi' üzerine ilk hisse senedi endeksi organize vadeli sözleşmesini ihraç etmiştir. 1975 yılından sonra gelişme hızı yükselen vadeli piyasalar, 1980'li yıllara 750 milyon dolarlık bir hacimle girdiler. Vadeli piyasalar için gerçek altın yıllar ise 1980'ler oldu. 1985 yılında 1.5 milyar dolara tırmanan vadeli piyasalarda yatırım yapanların portföyü, 1990'li yıllara doğru çok daha hızlı bir tempoyla tırmanarak 8-9 milyar dolara ulaşmıştır.

⁹ TOBB, Ticaret Borsaları ve Vadeli İşlem Piyasaları, Ankara, 1994, sf.24

1.3 VADELİ İŞLEM TÜRLERİ

1.3.1 Forward İşlemler

Forward işlemler (vadeli döviz alım/satımı) önceden belirlenen bir vadede para biriminin başka bir para birimine karşı işlem tarihinde belirlenen bir kur ya da parite üzerinden alınması ya da satılması işlemidir. 1730'da Japonya'nın önemli bir liman kenti olan Osaka'da Dojima Pirinç Piyasası adı altında ilk organize forward borsasının kurulduğu bilinmektedir.¹⁰

Bir forward sözleşme, alıcı ve satıcı taraflar arasında yapılan ve aşağıdaki özellikleri taşıyan bir anlaşmadır:

- Sözleşmede önceden belirlenen ileri bir tarihte, alımı ve satımı yapılacak varlığın miktarı belirtilir.
- Sözleşmede teslim yeri belirtilir.
- Sözleşmede teslim fiyatı belirtilir.
- Yukarıdaki koşullara bağlı olarak, satıcının alıcıya karşı satım, alıcının satıcıya karşı alım yükümlülüğü vardır.
- Bazı durumlarda gerçekleşen küçük bir miktar hizmet ücreti dışında, satışın gerçekleştiği tarihe kadar hiçbir para el değiştirmez.
- Anlaşmayı yapan her iki taraf sözleşmenin şartlarını pazarlık yoluyla belirler.

ÖRNEK: Hollanda Florini'nin Amerikan Doları karşılığında forward olarak satın alınması anlaşması:

Forward Fiyat = 0,412\$/NF1

Anlaşma Tutarı = 20.000\$ / 0,412\$ = 48.544 NF1

Bu forward anlaşma ile yatırımcı, sözleşme vadesinin bitiminde 0,412\$/NF1 kurundan 20.000\$ karşılığında Florin satın alacaktır. Yatırımcının kazanç ve kaybı, vade bitimindeki spot kura göre değişecektir.

¹⁰ İZMİR TİCARET BORSASI, Vadeli İşlem Borsaları İçin Temel Rehber , sf.7

1- Forward sözleşmenin vade bitiminde, spot kurun forward kurdan yüksek olması durumunda kar/zarar ($S_1=0,424$ \$) :

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

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

$$\text{Kar} = 48.544\text{NFl} \times (0,424\$ - 0,412\$) = 582,50\$$$

2- Forward sözleşmenin vade bitiminde spot kur, forward kurdan küçükse kar/zarar belirlenmesi ($S_1=0,408$ \$) :

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

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

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

Vadeli döviz işlemleri; döviz alacak ve borçları, vade yapısı ve tutar açısından dengeli olmayan ya da farklı döviz cinslerinden olan kurumlar ve bireyler için, bu dengesizlikten kaynaklanan kur/parite risklerinden korunma amaçlı olarak uygulanır.¹¹ Bu işlemler ayrıca, döviz piyasalarındaki hareketlerden faydalanmak isteyen yatırımcılar tarafından spekülasyon amaçlı olarak da kullanılabilir.

¹¹ Yusuf ERDEM, Vadeli İşlem Piyasaları ve Türkiye'de Oluşumunun Ekonomik Şartları, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Araştırma ve Planlama Müdürlüğü, Ankara, 1993, sf.33

1.3.2 Futures İşlemler

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.¹²

Tarımsal piyasaların hızla gelişme trendine girmesi, yoğunluk kazanması ve ticari iş hacmi Chicago'da organize bir borsa kurulması ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Bu doğrultuda ilk futures borsa Chicago Board of Trade (CBOT) adı altında 1848 yılında 82 tüccarın iştiraki ile kurulmuştur.¹³

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

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.

Futures Piyasalarda Sözleşme Türleri

Futures piyasalarında yapılan sözleşmeler iki temel gruba ayrılmaktadır:

1- Emtia Futures

- Tarımsal futures
- Enerji futures
- Değerli maden futures
- Sanayi metalleri futures

2- Finansal Futures

- Döviz futures
- Faiz futures

¹² İlkay ARIKAN, Gelecek Borsaları ve Türkiye'de Olabilirliği, SPK Yayını, Ankara, 1992, sf.3

¹³ ARIKAN, agm, sf.7

- Borsa-endeks futures

Futures Piyasaların Özellikleri

- Futures piyasalar örgütlenmiş borsalardır. Bu borsalarda futures sözleşmelerin işlem gördüğü alana “pit” adı verilir.
- Futures piyasalarda yapılan sözleşmeler standartlaşmış sözleşme şartlarına göre yapılırlar. Standarda bağlanmış hususlar: malın kalitesi, malın miktarı, teslim şartları, teslim tarihi, gerçekleşebilecek minimum fiyat dalgalanması ve günlük fiyat limitleridir.
- Futures piyasalar takas odası (clearing house) denilen organizasyona sahiptir.¹⁴
- Futures borsalarında futures ticaretiyle ilgili bütün işlemler borsada işlem yapma yetkisine sahip (sandalye sahibi olan) üyeler tarafından yapılmak zorundadır. Futures piyasalarda işlem yapanlar günlük realize ve margin depozit denilen yükümlülöklere haizdir. Bir future sözleşmesinde tarafların borsada işlem yapan bir aracı kuruma yatırdıkları depozite margin depozit denir. Amaç tarafları sorumluluklarını yerine getirmeye zorlamaktır. Günlük realize (daily settlement) ise, futures piyasalarında işlem yapanların işlem neticesinde meydana gelen zararlarını bu depozitler vasıtasıyla telafi etmesidir.

Futures Piyasaların İşleyişı

Futures sözleşmeleri üç amaç için kullanılırlar:

- 1- Korunma (Hedging): Gelecekteki mal, hisse senedi, döviz fiyatlarında ve faiz oranlarında meydana gelecek hareketlerin sebep olduğu risklerden korunma işlemi.
- 2- Spekülasyon (Speculation): Kazanç elde etmek amacıyla risk üstlenilmesi. Futures borsalarında spekülasyon amacıyla futures sözleşmesi yapanlar pit traders ve floor traders denilen borsa üyeleridir.

¹⁴ Ümit EROL, Futures Piyasaları Teorik ve Pratik, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.190 , Ankara, Ekim 1994, sf.10

3- Fiyat tespiti (Price Discovery): Nakit piyasalar ve futures borsaları arasındaki fiyat farklılığından yararlanıp kazanç elde etme işlemi.

Futures Sözleşmelerinin Kapatılması

Bir futures sözleşmesinin kapatılması 3 şekilde yapılabilir:

1- Nakit ödeyerek hesabı kapatma.

2- Offset veya ters işlem: Futures sözleşmesine bir malın alıcısı olarak katılan taraflardan birisi bir süre sonra 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 bir sözleşme yapar. Bu işlemler mal için alıcı ve satıcı olarak iki defa futures sözleşmesi yapan kişinin takas odasına sorumluluklarını ortadan kaldırmakta ya da söz konusu malın teslimi için sorumlu tutulmamaktadır.

3- Fiziksel mallar ile değiştirme.

1.3.3 Opsiyon İşlemler

Opsiyon sözleşmesi, alıcısına (buyer veya holder) sözleşmeye dayanak oluşturan varlığı, belirlenen fiyattan ve belirlenen tarihe kadar geçecek süre içinde herhangi bir zamanda alma ya da satma hakkı veren bir sözleşmedir.

Fiziksel mallara ilişkin opsiyon işlemlerinin geçmişi oldukça eskilere uzanmaktadır. Opsiyon kontratlarının ortaçağda İtalya ,Almanya gibi ülkelerde kullanıldığına ilişkin kayıtlara rastlanılmaktadır. Hisse senedi opsiyonları ise 17. yüzyıl başlarında İngiltere ve Holanda 'da yarı organize borsalarda işlem görmeye başladığı ileri sürülmektedir.¹⁵

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

¹⁵ İhsan ERSAN, Finansal Türevler, Literatür Yayıncılık , İstanbul ,1997 ,sf. 93

tamamen opsiyon sözleşmesi alan tarafa bırakılmaktadır.¹⁶ 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.

Opsiyon alıcısının maksimum zararı en olumsuz koşullarda ödediği prim miktarıyla sınırlıdır, karı ise teorik olarak sınırsızdır. Opsiyon satıcısının ise en olumlu şartlarda maksimum karı kendisine ödenen prim miktarıyla sınırlı olup, zararı teorik olarak sınırsızdır.¹⁷

Vadeli işlemler piyasasında işlem gören iki tip opsiyon sözleşmesi vardır. Bunlar Avrupa ve Amerikan tipi opsiyon sözleşmeleridir.¹⁸

- Amerikan tipi opsiyon sözleşmeleri vadesine kadar herhangi bir tarihte kullanılabilen sözleşmelerdir.
- Avrupa tipi opsiyon sözleşmeleri ise sadece vade sonunda kullanılabilen sözleşmelerdir.

Opsiyon Sözleşme Türleri :

- Hisse senedi opsiyonları
- Borsa endeks opsiyonları
- Para/döviz opsiyonları
- Faiz opsiyonları

Opsiyon Sınıfları

Vadeli işlem piyasalarında iki sınıf opsiyon işlem görmektedir. Bunlar;

¹⁶ Defne ÖZKAN, Yeni Finansal Piyasalar (Opsiyon ve Vadeli Piyasalar Yayınlanmamış Yeterlilik Ettüdü), SPK Yayını, Ankara, 1990, sf.51

¹⁷ Haydar Oğuz TUNCER, “Tarım Ürünlerinin Pazarlanmasında Vadeli İşlemler Piyasası”, Ankara Ticaret Borsası Dergisi ,Sayı:20, Ankara, Şubat 1997 sf.53

¹⁸ Sadi UZUNOĞLU, Yeni Finansman Teknikleri, İstanbul , 1998, sf.74

1. Alım hakkı veren opsiyonlar (call options):

Alıcısına, sözleşmeye dayanak oluşturan varlığı sözleşmede belirlenen fiyattan (strike price) alma hakkı veren opsiyonlardır.

2. Satım hakkı veren opsiyonlar (put options) :

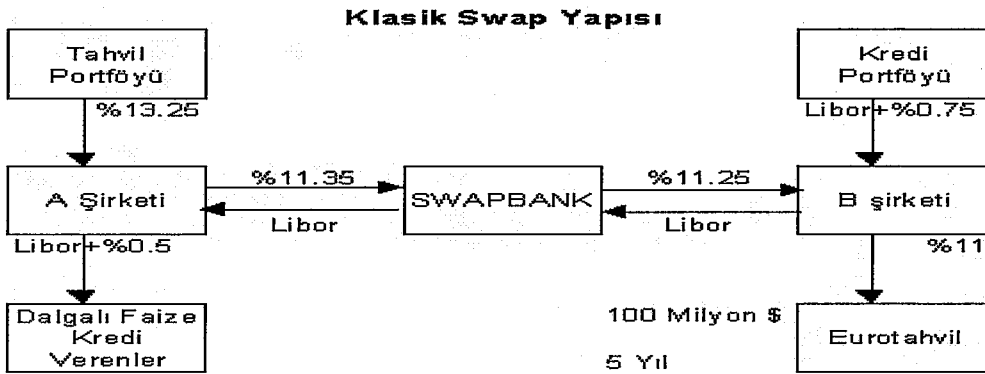
Alıcısına sözleşmeye dayanak oluşturan varlığı sözleşmede belirlenen fiyattan (strike price) satım hakkı veren opsiyonlardır.

1.3.4 Swap İşlemler

İki taraf arasında önceden belirlenen gelecekteki bir tarihte nakit akışlarının karşılıklı değişimine denir. En çok kullanılan swap işlemleri para swap (currency swap) ve faiz swap (interest rate swap) işlemleridir. Swap işlemler, farklı kuruluşların farklı finansal piyasalardaki farklı kredi değerliliğine bağlı olarak, farklı kredi şartları ile karşı karşıya kalmaları ve bu farklılıklardan swap işlemine taraf olanlardan her birinin yararına olacak şekilde sonuç sağlayan işlemlerdir.

Konuyu bir örnek yardımıyla açıklamaya çalışalım :¹⁹

Örnek : ŞEKİL 1 : Klasik Swap Yapısı



A şirketi yıllık getirisi $\%13.25$ olan sabit getirili menkul kıymet portföyüne sahiptir. Şirket söz konusu aktiflerine bir bankalar grubundan sağladığı $\text{Libor} + \%0.50$

¹⁹ Sadi UZUNOĞLU, Yeni Finansman Teknikleri, İstanbul, 1998, sf.76

faizli bir sendikasyon kredisi ile fonlamıştır. A'nın karlılığı uzun dönemde ödenecek dalgalı ya da değişken faiz düzeyine bağlı olacaktır. Bu nedenle faizlerdeki artış A şirketini borç ödemede zorlayacaktır. Herhangi bir faiz yenileme tarihinde (reset date) Libor, %12.75'i (%13.25-%0.50) aşarsa A'nın Parasal kaybı olacaktır. Bu risk şirketin likidite ve karlılığını tehdit edeceğinden finans yöneticisi Swap işlemi ile şirketin riskini minimize edecektir.

B Şirketi 5 yıllık sabit faizle 100 milyon \$ borçlanmıştır. B birinci sınıf, (AAA) risk derecesinde bir bankadır ve kredi portföyünü %11 faizle Euro-tahvil ihracından yaratılan kaynak ile fonlamaktadır. B'nin kredi portföyünün getirisi Libor+%0.75'dir. B'nin karlılığı kredi portföyünden sağlanacak değişken faizin düzeyine bağlı olacaktır. Eğer Libor herhangi bir faiz yenileme döneminde %10.25'den (%11-%0.75) düşük olursa para kaybedecektir.

Faiz riskini önleyebilmek için A şirketi Swap Bank ile faiz swapına girmektedir. Buna göre A şirketi Swap Bank'dan 5 yıl için %11.35 ödemeyi kabul etmekte, bu ödeme karşılığında ise Swap Bankası 5 yıl için 6 aylık Libor ödemeyi kabul etmektedir. Anlaşmada faiz ödeme tarihinin dalgalı faizli kredi ile aynı olduğu kabul edilmiştir. Benzer şekilde B şirketi de Swap Bank ile 100 milyon \$'lık bir anapara tutarı üzerinden 5 yıl boyunca 6 aylık Libor ödeyip karşılığında %11.25 elde etmek üzere bir swap anlaşmasına girmektedir.

Anlaşma sonucunda A şirketi

Portföyden sağlanan %13.25

Swap Bank'a ödenen (%11.35)

Swap Bank'dan elde edilen LIBOR

Alacaklılara ödenen (LIBOR+%0.50)

Kazanç %1.40

Anlaşma sonucunda B şirketi

Portföyden sağlanan LIBOR+%0.75

Swap Bank'a ödenen (LIBOR)

Swap Bank'dan elde edilen %11.25

Euro-tahvil ödemesi (%11)

Kazanç %1

Anlaşma sonucunda Swap Bank

Elde edilen %11.35

Ödenen (%11.25)

Elde edilen LIBOR

Ödenen (LIBOR)

Kazanç %0.1

Swap Bankası gelecek 5 yıl için her yıl 100 milyon \$'lık swap işleminde:

$100.000.000 \$ \times 0.001 = 100.000 \$ \text{ kar.}$

Swap İşlemlerinin İşleyişi

Herhangi bir nedenle belirli bir riskten kurtulmak veya varolan riskin yönünü değiştirmek için yapılmakta olan swap anlaşmaları tarafların işlemlere yönelik iradelerini açıkça belirttikleri bir sözleşme ile meydana gelir. Swap işlemleri genellikle orta vadeli işlemlerdir. Vadenin daha uzun veya kısa olması mümkündür. Genelde swap işlemleri tek bir vadede geri ödenebilen ana para miktarlarını içerir.

Swap işlemlerine taraf olan kişi ve kuruluşlar;

- Uluslararası Kurumlar

- Merkez Bankaları
- Çokuluslu Şirketler
- Yerel Yönetimler
- Uluslararası Fonlar
- İhracatçı-İthalatçı Kuruluşlar
- Bankalar

Swap Türleri

1- Faiz Swap (Interest Rate Swap)

Faiz swap işlemleri, kredi değerliliği farklı iki firmanın aynı tutarda fakat faiz koşulları değişik olan borçlarının gerektirdiği ödemeleri belli bir sürede değiştirmelerinden oluşmaktadır. Faiz swap işlemi, sabit faizi değişken faize, değişken faizi sabit faize, liboru prime rate'e veya prime rate'i libora çevirmek şeklinde, faiz ödemelerinin niteliğini değiştirerek borç ödemelerinin yapısını değiştirme işlemine denir.

2- Para Swap (Currency Swap)

Para swap işlemlerinde, faiz swap işlemlerinden farklı olarak taraflar arasında paralarda değiştirilmektedir. Para swap işlemlerinde ana paraların yanısıra faiz ödemeleri de değişime konu olmaktadır. Sabit faizden sabit faize (fixed-to-fixed), değişken faizden sabit faize (floating-to-fixed) ve sabit faizden değişken faize (fixed-to-floating) çevirmek şeklinde uygulanır.

3- Mal Swap (Commodity Swap)

Mal swap işlemleri iki taraf arasında belirli bir miktar malın sabit ve değişken fiyatlarının belirli bir zaman sürecinde değiştirilmesine yönelik anlaşmaya denir. Mal swaplar altın, petrol, bakır, alüminyum ve nikelin swap işlemlerinde kullanılmaktadır.

4- Swaption

Swaption işlemi swap üzerine yapılan bir opsiyon işlemi olarak tanımlanır.

5- Sentetik Repo veya Kısa Vadeli Swap İşlemleri

Peşin satın alınan belli bir miktarda dövizin aynı zamanda, aynı kişiye vadeli satılmasına sentetik repo veya kısa vadeli swap denir.

Bu türler içinde en çok para ve faiz swap işlemleri kullanılmaktadır.

1.4 VADELİ İŞLEM TÜRLERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI

1.4.1 Futures ve Forward İşlemlerin Karşılaştırılması

Futures piyasalar, organize olmayan forward piyasaların oldukça kurumsallaşmış bir şekli olarak ortaya çıkmışlardır. Ancak gelişme süreci içerisinde iki piyasa arasındaki farklılıklar daha da netleşmiş ve kalan ortak yönleri; sadece her ikisinin de bir hedging yöntemi olması ve gelecek üzerine bugünden bir işlem yapma olanağı vermesi olarak belirginleşmiştir. Forward sözleşmelerin gelişimi daha çok bankacılık kesimi ve döviz kurları üzerine oldukça yavaş olurken, sonradan ortaya çıkan futures sözleşmeler oldukça hızlı gelişmiş ve bugün dünyada büyük bir hacime ulaşmıştır. 1992 yılı sonlarına yaklaşırken, ölçülebilen herşey üzerine futures sözleşmeler düzenlenmeye başlamış; bu piyasalar teknoloji çağının nimetlerinden de payını fazlasıyla almaya başlamışlardır. 1992 yılı Haziran ayından itibaren Chicago Mercantile Exchange, dünyada ilk defa futures sözleşmelerin bilgisayar ağları ile alım satımına (Global Exchange) başlamışlardır. Böylece, aracılık mekanizması, borsa salonları ve pitler ile bunların yarattığı kargaşa ortadan kaldırılmak istenmektedir. Bu yöntem aynı zamanda işlem hızlarını arttırırken işlem maliyetleri üzerinde de olağanüstü derecede düşürücü bir etki yapacaktır. Futures ve forward piyasalarının birbirlerinden farklı yönleri şu şekilde sıralanabilir:

- Forward sözleşmeler yapıları gereği nama yazılı sözleşmeler olup işlem görme gücü sınırlıdır. Futures sözleşmeler ise hamiline yazılı ve kolayca devredilip işlem gören sözleşmelerdir.

- Forward sözleşme konusu ürünün cinsi, kalitesi, miktarı ve vadesi açısından taraflara tam bir serbesti sağlar, oldukça esneklerdir. Bu nedenle taraflar istediği özellikte, miktar ve vadede sözleşme yapabilirler. Ancak taraflar, bu sözleşmelere esnekliğinden dolayı taraf bulmakta zorluk çekebilirler. Futures sözleşmelerde ise ürünün cinsi, kalitesi, vadesi tam anlamıyla standarttır ; taraflara bu konuda serbesti ve esneklik sağlanmaz. Bu nedenle taraflar ellerindeki ürün tipine tam uyan bir sözleşme bulamayabilirler. Sadece en yakın sözleşme tipiyle yetinmek zorunda kalırlar.
- Forward sözleşmenin yapılacağı mekan açısından herhangi bir sınırlama söz konusu değildir ; taraflar istedikleri yerde sözleşme yapabilme serbestisine sahiptirler. Futures sözleşmeler ise organize borsalarda düzenlenmek alınıp satılmak zorundadırlar. Taraflar bu açıdan borsanın kural ve düzenlemelerine uymak zorundadır.
- Forward sözleşmelerin likiditesi nama yazılı olmalarından dolayı oldukça düşüktür. Bu nedenle bu piyasalar, spekülâtörler için cazip olmayan, tarafların daha çok spot piyasada varlıkları olan kişilerden oluştuğu piyasalardır. Futures piyasalar oldukça likit piyasalar olup, spekülâtörler için çok caziptirler. Taraflar daha çok spot piyasalarda varlığı olmayan kişilerdir.
- Forward sözleşmelerde teslim zorunluluğu vardır. Tarafların teslimden kaçınmaları ve piyasadaki çıkabilmelerinin tek yolu ya karşı tarafı ikna etmelerinden ya da yeni bir sözleşme yaparak yeni yükümlülükler altına girmelerine bağlıdır.²⁰ Futures sözleşmelerde ise teslim zorunluluğu olmayıp taraflar istedikleri anda ters bir işlemle (alıcı konumundan satıcıya, satıcı konumundan alıcıya geçiş) piyasadaki çıkabilirler ya da nakdi mütabakatla sözleşmeyi sona erdirirler.

²⁰ Niyazi ERDOĞAN, Uluslararası İşletme , Mali Risk ve Yönetimi ve Çağdaş Finansman Teknikleri, Kent Matbaacılık, 1995, sf.84

- Taraflar forward sözleşmenin gereklerinin yerine getirilmesi için karşılıklı olarak birbirlerini iyi tanımak, kredibilitelerini değerlendirmek ve birbirlerine güvenmek zorundadır. Sözleşmelerin yerine getirilmesi, karşı tarafın iyiniyetine bağlıdır. Futures sözleşmelerde tarafların birbirlerini tanımaları ve güvenmeleri gerekmez. Taraflara sözleşmenin yerine getirilmesini takas garanti eder. Tarafların karşılıklı muhatabı takas odasıdır.
- Forward işlemlerde standart bir teminat miktarının yatırılması zorunlu değildir. Ancak tarafların aralarında yaptığı ikili anlaşma çerçevesinde teminat yatırılması sözkonusu olabilir. Futures işlemlerde takas odası tarafından belirlenmiş standart bir teminat miktarının yatırılması zorunludur. Teminat miktarı genellikle sözleşme tutarının %10'unu geçmez.
- Forward piyasalarda günlük hesaplaşma ve marjin sistemi yoktur. Sistemin yerini ya güven ya da başlangıçta üzerinde anlaşılan teminat tutmaktadır. Futures piyasalarda ise aracı kuruluşların, takas odasının ve sözleşmenin güvencesi için günlük hesaplaşma ve marjin sistemi vardır. Tarafların yatırdıkları başlangıç teminatları belli bir düzeyin altına düştüğünde taraflara marjin tamamlama çağrısı yapılır.
- Forward sözleşmenin yapılabilmesi için genellikle herhangi bir aracıya gerek yoktur. Taraflar karşılıklı olarak işlem yapabilirler. Futures sözleşmelerde ise eğer taraflar borsa üyesi değilse, gerek sözleşme yapmak ve gerekse alım-satım yapabilmek için borsa üyesi aracı kuruluşlara ihtiyaç duyarlar.
- Forward sözleşmelerin genellikle ikinci el piyasaları yoktur. Bunun sebebi sözleşmelerin nama yazılı olmasının yanısıra hiçbir standardın ve güvencenin bulunmamasıdır. Bu nedenle bu piyasalarda, sözleşme fiyatları için, arasında oynayabileceği bir üst sınır ya da alt sınır belirlemeye gerek yoktur. Futures sözleşmelerde ise ikinci el piyasasının büyüklüğü ve işlem miktarlarının yüksekliği sebebiyle, gerek tarafların daha büyük zarara uğramasını engellemek gerekse işlem hızını arttırabilmek için minimum fiyat hareketleri ve

maksimum fiyat değişimi için sınırlar konulmuştur. Herhangi bir sözleşmenin fiyatı, minimum fiyat hareket miktarının katları şeklinde değişebilir ve bir sözleşmenin fiyatı belli bir miktarın üzerinde artış kaydetmişse o gün için o sözleşme üzerine işlemler durdurulur.²¹

- Forward sözleşmeler için genellikle ülkede ayrı bir hukuki düzenleme yapılmamakta ve forward işlemler ülkede cari ticaret hukuku çerçevesinde yürütülebilmektedir. Futures sözleşmeler için her ülkede ayrı bir hukuki düzenlemede bulunmak, bu işlemlerin gerektirdiği kurum, kural ve kadroları oluşturmamak zorunludur. Ülkede mevcut ticaret hukuku kurallarıyla bu işlemleri gerçekleştirmek imkansızdır.
- Forward sözleşmelerde işlem çeşidi oldukça sınırlıdır. Bugün daha çok dövizler üzerinde ve bankalar arasında yoğunlaşmuştur. Ölçülebilen herşey üzerine futures sözleşme düzenlendiğinden dolayı işlem çeşidi fazladır. Tarafları ise çok çeşitli kesimlerden oluşmaktadır.
- Forward sözleşmelerde taraflar malların birçok unsuru üzerinde birlikte düşünmek zorundadırlar. Futures sözleşmelerde ise standardizasyon nedeniyle işlem yapanlar malların kalitesi ve teslim zamanı unsurlarından ziyade fiyat pazarlığı üzerinde yoğunlaşırlar.²²

Yukarıdaki farklar her iki piyasanın tarihi gelişimleri de gözönüne alındığında, zaman içerisinde forward piyasaların birçok fonksiyonunu futures piyasaların üstlenmeye başladığı ve gelişmenin daha çok futures piyasalar üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir. Bu durumun, ileride forward piyasaları sadece bankalar arasında işleyen bir mekanizma haline getirebileceğini söylemek çok yanıltıcı olmayacaktır.²³

²¹ mit EROL, Futures Piyasaları Teorik ve Pratik, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.190 , Ankara, Ekim 1994, sf.13

²² mit EROL, Futures Piyasaları Teorik ve Pratik, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.190 , Ankara, Ekim 1994, sf.11

²³ Yakup ENGİNCAN, Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Sermaye Piyasası Yayınları, İştanbul, 1996, sf.4

1.4.2 Futures ve Opsiyon İşlemlerin Karşılaştırılması

- Futures sözleşmelerde tarafların her ikisi de dilediklerinde ters bir işlemle sözleşmeyi likidite edebilir ve piyasadan çıkabilir. Opsiyon sözleşmelerde sadece opsiyon hakkına sahip olan taraf sözleşme süresi içinde herhangi bir zamanda likidite etme hakkına sahiptir.
- Futures sözleşmelerde tarafların herhangi bir şekilde birbirlerine prim ödemeleri söz konusu değildir. Opsiyon sözleşmelerde, opsiyon alıcısı opsiyon satıcısına bir prim ödemek zorundadır.
- Futures sözleşmelerde taraflar başlangıç ve değişkenlik teminatı kurallarına uyma zorundadırlar. Opsiyon işlemlerde opsiyon alıcısının teminat yatırma yükümlülüğü olmamasına karşın, opsiyon satıcısının futures sözleşmelerde olduğu gibi teminat yatırma yükümlülüğü vardır.
- Gerek futures sözleşmelerde gerekse opsiyon sözleşmelerinde garanti mekanizması olarak takas odası vardır. Futures sözleşmelerde teminatlar takas odası aracılığıyla yürütülürken , opsiyon sözleşmelerde de primler takas odası kanalıyla ödenir.
- Futures sözleşmelerde alıcı ve satıcının kar – zarar potansiyeli sınırsızdır. Opsiyon sözleşmelerde opsiyon satan tarafın karı prim ile sınırlanırken zararı sınırsızdır. Opsiyon alan tarafın ise zararı opsiyon primi ile sınırlanırken karı sınırsızdır.
- Gerek futures gerekse options sözleşmeler standart sözleşmelerdir.

1.4.3 Opsiyon ve Forward İşlemlerin Karşılaştırılması

Forward ve futures işlemlerin ortak yanı, ilerideki bir tarihte satılacak veya alınacak bir finansal aracın fiyatının sözleşmenin yapıldığı tarihte sabitleştirilmiş

olmasıdır.Bu şartsız ve dönülmez bir sözleşmedir. Forward sözleşmesi ile üzerinde anlaşılan fiyattan alınan ya da satılan finansal aracın vadeye kadar lehe gelişen durumlarından yararlanılamaz. İşte bu noktada opsiyon işlemi büyük bir esneklik getirir.

Opsiyon alıcısı bir hak satın alır. Vadeye kadar aleyhine bir gelişme olduğu takdirde hakkını kullanmamakta serbesttir. Kaybı ise, ödediği primle sınırlıdır.Görüleceği üzere opsiyonlarda aleyhte bir gelişim durumunda korunma özelliği forward işleminden daha üstündür.

Opsiyon ve Forward işlemler arasındaki farklar şöyle açıklanabilir :

- Forward kurları, opsiyonun kullanım fiyatına göre daha avantajlıdır.
- Opsiyonda peşin ödenen bir prim vardır. Bu tutarın da vade süresince faiz getirisi yoktur.
- Forwardlarda tutar, vade tarihi, döviz cinsi sınırlamaları yoktur. Oysa opsiyonlarda standartlaşmaya gidildiğinden, sadece 5-6 döviz cinsi üzerinden belirli sözleşme tutarında ve sadece Mart, Haziran, Eylül ve Aralık aylarında vadesi dolacak biçimde yapılabilir.

Standartlaşma konusu forwarda göre dezavantaj olmakla birlikte , opsiyonların kendi içinde bir avantajdır. Çünkü bu denli yüksek düzeyde bir standartlaşma, sözleşmelerin piyasadaki düzenli dolaşımını , tarafların kolayca oluşmasını ve fiyat dengelerini olumlu etkiler.

1.5. VADELİ İŞLEM PİYASALARININ TARAFLARI

Vadeli piyasalardan yararlananlar çeşitli gruplara ayrılabilir. Riskten kaçınan kişi (hedger) vadeli piyasaları riskini azaltmak için kullanırken, spekülâtör risk alarak kar elde etmeyi ummaktadır.Diğer taraftan arbitrajcı risk taşımadan, zamanın ve coğrafik alanların farklılıklarından yararlanarak kar etmek amacındadır.

Vadeli piyasalar aynı zamanda bazı kişilere piyasada aktif olmasalar da hizmet ederler. Bu kişiler, vadeli piyasalarda oluşan fiyatlardan yararlanarak geleceğe ilişkin planlarını yapan üreticiler veya araştırmacılar v.b. kişiler olabilir. Kişilerin piyasanın geleceğine ilişkin farklı beklentilerinin, spekülâtör, arbitrajcı ve riskten kaçınan şeklinde farklı davranış kalıplarının olması vadeli piyasaları işler hale getirmektedir. Diğer bir ifadeyle bir şirket tarafından riski kapatmak için yapılan bir işlem, bir başkasının spekülasyon bir diğerinin ise arbitraj amacıyla girdiği bir işlem olmaktadır.

1.5.1 Spekülâtör

Spekülâtör, vadeli piyasaya kar elde etmek amacıyla giren, bunu yaparken de kendi isteğiyle maruz kaldığı riski arttıran kişidir. Spekülâtörler bir zaman periyodunda beklenen fiyat düzeyindeki değişmelerle ilgilidirler, sözleşme konusu olan maddeyi fiziki olarak elde etmek amacıyla piyasaya girmezler. Spekülâtörlerin temel hareket noktası bir varlığın cari vadeli sözleşme fiyatının, o varlığın vade sonundaki spot fiyatına eşit olmayacağını düşünmeleridir. Bir başka deyişle bu grubun amacı, düşük fiyata vadeli işlem sözleşmesi almak ve yüksek fiyattan satmaktır. Böylece spekülâtörler, borsalara canlılık ve derinlik kazandırırılar.²⁴ Vadeli işlem piyasalarında spekülâtörler sermayelerini riske ederek çok önemli bir görevi üstlenmektedirler. Başarılı bir vadeli işlem piyasasının oluşması için katılımcıların %40 – 50 sinin spekülâtör olması gereğine işaret edilmektedir. Spekülâtörler futures piyasalarda pozisyon aldıkları süreçlere göre üç grupta incelenebilir :²⁵

Scalper (Anlık İşlemciler) : Borsadaki anlık fiyat değişimlerini göz önüne alarak kar elde etmeye çalışırlar. Herhangi bir sözleşmeyi ellerinde tutma süreleri çoğu kez birkaç dakikadan ibarettir. Borsanın likiditesine önemli katkıları vardır.

Pit or Day Trader (Günlük İşlemciler) : Bu grup, borsadaki günlük fiyat değişimlerinden kar elde etmeye çalışır. Sözleşmelerin aynı gün içinde açılış ve kapanış seanslarında farklı fiyattan işlem göreceği varsayımına göre hareket ederler. Genellikle aynı gün pozisyonlarını sıfırlarlar.

²⁴ Franklin R. EDWARDS, Cindy W. MA, Futures & Options, Mccraw Hill Book Company , Newyork, 1992, sf.238

²⁵ Çiğdem KILIÇ “Vadeli İşlem Piyasaları ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 1998, sf.10.

Floor Trader (Serbest İşlemciler) : Bu grup borsanın hem anlık hem de günlük fiyat değişimlerinden kar elde edebileceklerine inanırlar.İşlemleri günü de aşabilmektedir , herhangi bir zaman dilimiyle kendilerini sınırlandırmazlar.

1.5.2 Hedger

Gerek alıcı konumunda, gerekse satıcı konumunda olsun 'hedger' ların amacı sözleşme konusu olan maddenin kendileri açısından ileride oluşacak riskini minimize etmektir. Hedger kar amacıyla piyasaya girmez, amacı riski minimize ederek sözleşme konusu olan maddenin ileri bir tarihteki fiyatını sözleşmenin yapıldığı tarih itibariyle garantiye almaktır(Diğer bir ifadeyle sabitlemektir).

Futures işlemlerde, riskten kaçınmak isteyen ya da risklerini minimize etmek isteyen hedgerlar iki grupta toplanabilir. Bunlardan ilki, bir emtianın üreticisi ya da satıcısıdır.Bu grup ürettikleri veya sattıkları malın fiyatında ileri bir tarihte oluşması mümkün dalgalanmalardan kendilerini korumak isteyenlerdir.Örneğin, ihracat yapan bir tüccar, ihraç ettiği malın alıcısına ulaşmasına ve bedelinin eline geçmesine kadar malın spot fiyatı ve futures fiyatının olağanüstü dalgalanmasından dolayı bir riskle karşı karşıya kalabilmektedir.Bir malın spot ve futures fiyatları arasındaki farkı ifade eden 'basis'in genişlemesi söz konusu tüccarın aleyhine bir gelişme olacaktır. Bu yüzden tüccar, futures piyasada bir sözleşme satın alarak basisi korumuş ve riskini minimize etmiş olacaktır.Aynı şekilde , bir üretici de ürünün ekimi ile tarladan hasadı arasında geçen dönemde girdi alım fiyatları ile ürün satış fiyatları arasında oluşabilecek dengesizliklerden ve risklerden kendisini koruyabilmek için, ürününü futures piyasada satacak ve girdisini futures piyasadan satın alacaktır.

Hedger'ların ikinci grubu ise ; ellerinde futures işleme konu olabilecek çeşitli fonları bulunan (Fiziksel mal söz konusu değildir.) ve olası fiyat dalgalanmalarına karşı fonlarının değerini korumak isteyen kişilerden oluşmaktadır. Bu gruba, ileride eline geçecek fonların olası risklere karşı korunmasını isteyen kurumlar da girmektedir. Elinde bir miktar hisse senedi bulunup , bu senetlerin değerini korumak isteyen bir kişi ile 3 ay sonra eline bir miktar para geçecek olan ve bu parayı değer kayıplarından

korumak için bugünden futures işlem yapmak isteyen bir kişi bu gruba örnek olarak gösterilebilir.

1.5.3 Arbitrajcı

Gerek borsalar arası fiyat farklılıklarından ve gerekse aynı borsadaki zaman farklılıklarından yararlanarak kar elde etmeye çalışanlardır. Zaman arbitrajı, bir malın bir zaman periyodunda alınıp bir başka zaman periyodunda satılmasını ifade eder. Eğer malın depolanma maliyeti alım-satım fiyat farkından daha az ise arbitrajcı risksiz bir kar elde eder. Mekan arbitrajı ise fiyat farklılıklarından kar elde etmek için bir malın bir piyasada satın alınıp diğerinde satılmasıdır. Arbitrajcı ile spekülâtör arasındaki önemli fark; arbitrajcı hiçbir risk üstlenmeden kar sağlamak amacıyla işlem gerçekleştirebilmekte, buna karşılık spekülâtör belirli bir risk üstlenmektedir. Arbitrajcılar piyasada devamlı olarak faal durumdadır ve en ufak fiyat değişikliklerinden faydalanırlar. Bu nedenle borsaların en önemli likidite kaynağı durumundadırlar.

1.5.4 Spekülâtör Hedger İlişkisinin Oyun Kuramı İle Açıklanması

Alternatif tercihler arasında karar verme işlerinde matematiksel beklentiler kullanılır. Bu matematiksel beklentiler beklenen karları, satışları maksimum yaparken beklenen zararları ve maliyetleri minimum yaparlar. Oyun kuramı genel amacı oyuncuların çıkış yollarının bağımsız hareketlerine bağlı olduğu durumlardaki akılcı davranışlarına ilişkin normları belirlemek olan ve gerçekçi bir ekonomide faaliyette bulunanların, rasyonel davranışları ve bu davranışlardan çıkarılabilecek genelleştirmeleri belirleyen matematik ilkeler bütünlüğüdür. Bu oyunda iki veya daha fazla kişinin birbiriyle yarışı söz konusudur. Bu oyunda oyuna katılan oyuncuların her birinin mümkün olan bütün hareketlerinin bütün oyuncular tarafından bilindiği kabul edilmektedir. Her oyuncunun yaptığı açılış başka bir anlatımla harekete 'strateji'denir. Strateji oyun süresince her oyuncunun sürdüreceği hareketlerin tümünü ifade etmektedir.²⁶

²⁶ Rona TURANLI, Mikroekonomik Analiz, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1991, sf.428-429

Oyunda iki oyuncu olduğunu varsayalım, birinci oyuncu ‘a’ ve ‘b’ alternatifleri (yatırım yapma veya yapmama) arasında tercih yaparken ikinci oyuncu ‘e’ ve ‘f’ (ekonomik şartlar iyi gidiyor veya kötü gidiyor) alternatifleri arasında seçim yapsın. Her birinin başlatacağı harekete diğeri başka bir hareketle karşılık verir. Böylece dört farklı strateji ikilisi elde edilir. (a,e), (a,f), (b,e), (b,f). İki oyuncunun karşılıklı stratejilerini bir matrisle açıklamak mümkündür : ²⁷

TABLO 1 : OYUN KURAMI MATRİSİ (PAYOFF MATRIX)

	strateji	
	a	B
Strateji	L (a,e)	L (b,e)
E		
F	L (a,f)	L (b,f)

L(a,e), L(a,f), L(b,e), L(b,f) miktarları kayıp fonksiyonunun değerlerini verir. L(a,e) birinci oyuncunun kaybını (ikinci oyuncuya ödemeye mecbur olduğu miktar); birinci oyuncunun “a” stratejisini seçmesi ve ikinci oyuncunun “e” stratejisini seçmesini; gösterir. Tarafların oyun stratejileri ne olursa olsun payları toplamı % 100 dür. Tarafların paylarının toplamı % 100’ü geçmez. Bu tip oyunlara “sabit sayılı oyun” veya “sıfır sonuçlu oyun” (zero-sum game) denir. Eğer iki oyuncu varsa biri kaybederken diğeri kazanır.²⁸

Oyunlar strateji sayısına göre de sınıflandırılabilir. Birinci oyuncunun 2, ikinci oyuncunun 3 muhtemel stratejisi varsa bu oyuna 2x3 oyunu, eğer her iki oyuncunun iki stratejisi mevcutsa bu oyuna da 2x2 oyunu adı verilir.

²⁷Metin GÜRLER, “Vadeli İşlemler Borsasının Türk Tarım Sektöründe Belli Başlı Ürünlerde Uygulanabilirliği”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 1999, sf.27-28.

²⁸Rona TURANLI, Mikroekonomik Analiz, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1991, sf.435-436

Vadeli işlem piyasalarında riskten korunmayı (hedging) bir örnekle açıklayalım.²⁹

Örnek: 3 Temmuz 1997 günü pamuk spot ve vadeli işlem piyasalarını inceleyen pamuk aracı tüccarı ("A"), SLM 1-1/16 standardında kontrat birimi 20.000 kilogramdan 10 adet kontratı Mart 1998 vadeli, İzmir teslim spot piyasa fiyatı 1.28 \$/kg olan pamuğu 1.35 \$/kg vadeli fiyattan korbeyde yüksek sesle satışa hazır olduğunu teklif ediyor. Korbeyde "B" firmasının aracı kuruma verdiği emir doğrultusunda, aracı kurum ("C") bu teklifi uygun görerek kabul ediyor. Böylece "A" ve "B" arasında "C" aracılığı ile alım-satım sözleşmesi yapılıyor. Sözleşmeyi "B"ye sözleşmede belirtilen taahhüt gereği teslim etmek üzere saklayabilir. Bu durumda parayı pamuğa bağlıyor ve depolama giderlerini yüklenmek durumunda kalıyor. Bu yöntemden vazgeçip şöyle bir strateji de uygulayabilir. Strateji: "A" yatırımcısı Mart 1998 vadeli pamuk fiyatlarının artmasını bekliyor ve sözleşme yapıldığı tarih ile vade bitimi arasındaki sürede fiyatlarda oluşabilecek dalgalanmalardan korunmak istiyor. Bu nedenle Mart 1998 vadeli kontrat birimi 20.000 kg ve vadeli fiyatı 1.35 \$/kg olan pamuk kontratından 10 adet satın alıyor. Şubat 1998'de pamuk fiyatları "A"nın beklediği gibi artıyor (spot piyasada ve buna bağlı olarak vadeli işlem borsalarında). Spot piyasa fiyatı 1.28 \$/kg dan 1.39 \$/kg'a vadeli işlem piyasa fiyatı da 1.35 \$/kg'dan 1.46 \$/kg'a yükselmiştir. "A" Şubat 1998'de taahhüt ettiği 200.000 kg pamuğu spot piyasada 1.39 \$/kg'dan alıyor ve "B"ye teslim ediyor. Fiyatların artacağını tahmin edip pamuk vadeli işlem piyasasında Temmuz 1997'de 1.35 \$/kg fiyatlı alım (long) pozisyonunu satış pozisyonuna çeviriyor ve bu kez 1.46 \$/kg'dan satarak tasfiye ediyor. "A" yükümlülüklerini yerine getirerek piyasadan çıkıyor. "A" spot piyasada 8.000 \$ kaybederken vadeli işlem piyasasında 8.000 \$ kazanıyor ve spot piyasadaki net zararını vadeli işlem (futures) piyasadaki net karı ile kapatıyor. Vadeli işlem piyasasında sözleşme yapmasaydı spot piyasadan 1.39 \$/kg'dan alıp 1.35 \$/kg'dan satış yapacağı için kilogram başına 0.04 \$ zarar edecek toplamda ise 8.000 \$ zarar edecekti. Hedging yani ters riski göze alarak zarar riskine karşı önlem alma yoluyla zararı karşılamıştır. Bu durumu oyun teorisine uygun olarak bir matris (payoff matris) ile açıklamak istersek :

²⁹ Metin GÜRLER, "Vadeli İşlemler Borsasının Türk Tarım Sektöründe Belli Başlı Ürünlerde Uygulanabilirliği", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 1999, sf.28-30

TABLO 2 : SPEKÜLATÖR VE HEDGER (PAYOFF) MATRİSİ

	↑ (P)	↓
↑ Gerçekleşen	(8.000,0)	(- 8.000,0)
↓	(- 8.000,0)	(8.000,0)

İki türlü beklenti ve iki türlü gerçekleşme olan 2x2 matrisinin dört bölümü içindeki ikili değerlerden birincisi spekülörlerin kazancını gösterirken ikinci değer hedger kazancını (vadeli işlem sonucunda hedging yapma ile net kazancın sıfır olduğu görülmektedir) göstermektedir. Beklenti (sütunlar) spot piyasa fiyatları ve buna bağlı vadeli işlem fiyatlarının artması veya azalması aynı şekilde gerçekleşen (satırlar) spot piyasa fiyatları ve bunlara bağlı olarak vadeli işlem fiyatlarının artması (spot piyasada fiyatların 1.39 \$/kg'a çıkması), diğeri ise fiyatların azalmasıdır (spot piyasada fiyatların 1.31 \$/kg'a düşmesidir). Her iki durumda da hedger'ın futures sözleşmesi yaptığını varsayıyoruz.

Dominant strateji yoktur (her oyuncunun üstünlük sağladığı bir satır veya kolon mevcut değildir). Spekülörün hangi stratejiyi seçerse seçsin hedger sonuçta sıfır kazanç (hedgersın spot piyasadaki kazancını/kaybını futures piyasada kaybettiğini/kazandığını ve % 100 oranında hedging yaptığını varsayıyoruz) elde edeceğinden hedger için bütün hareketler olumludur. Hedger'ın ilk hamleyi yapması ile spekülörler zarar görülen birinci kolon ikinci satır ile ikinci kolon birinci satır stratejilerini tercih etmeyecektir. Beklentilerle spot piyasada gerçekleşen fiyat hareketleri aynı yönde olursa net fayda (spekülörler ve hedgerler) maksimumdur. Spot piyasada fiyatların hareket yönü beklentilerin aksine olursa hedgerler vadeli işlem piyasasında ters yönlü işlem (riski yok etmek için) yaptığından nötrdür. Hedger'lere karşılık olarak spekülörler beklentilerin aksine gerçekleşen fiyat hareketleri ile zarar görürler. Spekülörler, gelecek (futures) fiyatların hareketleri bekledikleri yönde (artma/azalma) ne kadar fazla sapsa (artma/azalma) o kadar fazla kazanç elde ederler.

1.6 VADELİ İŞLEM PIYASALARINDA FUTURES İŞLEMLERİN TEMEL ÖZELLİKLERİ

Vadeli piyasalar için üç temel özellikten söz etmek mümkündür :

- Standardizasyon
- Takas Merkezi
- Marjin Teminat Sistemi

1.6.1 Standardizasyon

Vadeli İşlem borsalarında işlem kontratları :

- Mal çeşidi
- Kontrat miktarı
- Kalite
- Teslimat ve işlem dönemleri açılarından standardize edilir.

Kavramların standardize edilmesinin bir avantajı, alım-satım işlemlerinin birkaç kontrat ile ilişkilendirilmesine sebep olmasındandır. Böylece bu kontratların kullanıldığı pazarların likit olması sağlanmış olur. Likit pazarlar da alıcı ve satıcılara fiyatlar düşük olarak değişse de, yüksek miktarlarda alım-satım yapma imkanı tanır.

Örneğin teslimat tarihleri standardize olmasaydı yılın her günü futures kontratlar kapanırdı ve her kontrat için dar bir ticaret imkanı doğardı. Bu durumda da pozisyon kapatmak isteyen müşteri , elindeki kontrata karşıt kontrat bulmakta güçlük çekerdi.

Standardizasyon işlemi ile futures fiyatların karşılaştırılması işlemi de kolaylaşmış olur. Eğer futures kontratlar 2. derece mal ya da senet üzerinden tespit ediliyor olsa idi ; farklı teslim tarihleri ve farklı miktarlar ortaya çıkardı ve alım-satım çeşidi arttıkça fiyatın karşılaştırılması zorlaşırdı.³⁰

³⁰ Daniel R. SEIGEL, Diane F. SEIGEL, The Futures Markets, McGraw Hill Book Company , ABD,1990, sf.12-13

Futures piyasaların bir başka özelliği , fiyat artırım ve eksiltmelerine getirilen standartlardır. Piyasalarda likiditeyi arttırmak amacıyla işlemlerin tamamlanmasını geciktirecek gereksiz küçüklükteki fiyat hareketlerine izin verilmemekte , her bir sözleşmenin fiyatı , ancak belirlenmiş miktarlarda arttırılıp azaltılabilmektedir. Minimum artışlara tick büyüklüğü adı verilir ve ürünlerin fiyatları 1 tick , 2 tick , 3 tick gibi aralıklarla arttırılıp eksiltilebilir.³¹

Bu piyasalarda işlemlerin standart olması , likiditeyi arttırması, işlem kolaylığı sağlaması gibi avantajlarının yanında , esnekliği azaltması nedeniyle de bir dezavantaj oluşturmaktadır.³²

1.6.2 Takas Merkezi

1.6.2.1 Takas Merkezi'nin Yapısı

Takas; borsada yapılan işlemin vadesinin, fiyatının, miktarının alıcı ile satıcının onaylanarak eşleştirildiği süreçtir. İşlemden doğan yükümlülüklerin yerine getirilmesi olan hesaplaşma ise takasın ikinci aşamasıdır. Alıcının ödemeyi yapması ve satıcının ise futures sözleşmesine konu olan tarımsal ürünü teslim etmesi tarımsal ürün futures piyasasında bir hesaplaşmadır. Takas merkezi tüm futures işlemleri karşılaştırır ve gerektiğinde uzlaştırır, işlemlerin finansal olarak doğruluğunu temin eder ve teslimat için gerekli koşulları sağlar. Future piyasasında finansal devamın güveni, işlemlerin etkin ve verimli şekilde yapılması, sözleşmelerin usulüne uygun olarak sona erdirilmesi "Takas Merkezi"nin asli işlevleridir. Takas Merkezi futures borsalarında güvence zincirinin odak noktasıdır.

Takas Merkezi'nin örgütlenmesi ve futures sözleşmelerinin işlem gördüğü borsalarla olan ilişkilerinin düzenlenmesi için iki farklı görüş vardır :³³

- Birinci örgütlenme modelinde Şikago Ticaret Kurulu'nda (CBOT) olduğu gibi Takas Merkezi borsaya bağlı anonim bir ortaklık veya Şikago Ticaret Borsası'nda (CME) olduğu gibi ilgili olduğu borsanın bir bölümü olarak örgütlenmesidir.

³¹ Ayşe E. AKSEL, Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları, Yayın No:21, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, Temmuz 1995, sf.46

³² Ekrem TUFAN, Futures İşlemlerin Piyasa Etkinliğine Olan Etkisinin Test Edilmesi , Anadolu Üniversitesi Yayın No : 1283 , Eskişehir, 2001 , sf.20

³³ Metin GÜRLER, "Vadeli İşlemler Borsasının Türk Tarım Sektöründe Belli Başlı Ürünlerde Uygulanabilirliği",Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 1999,sf.32

- İkinci örgütlenme modelinde ise Takas Merkezi bağımsız olarak örgütlenmiştir. İlk örgütlenme sisteminde Takas Merkezi aktif olarak sözleşmelere katıldığı için sözleşmenin arkasında dolaylı olarak tüm borsa üyeleri bulunmaktadır. Bu sistemde her borsa üyesi aynı zamanda Takas Merkezi üyesidir. İkinci örgütlenmeye örnek ise İngiltere'deki Londra Takas Merkezinin hiçbir vadeli işlem borsasına üye olmayan altı büyük İngiliz bankasının iştiraki ile kurulması ve kar amaçlı bir kurum olarak yönetilmesidir.

Takas merkezlerinin büyük mali ve yaptırım gücü vardır. Her sözleşme için taahhüt altına girer ve teslimatın sözleşmeye uygun yapılmasını garanti eder. Takas Merkezi'nin sermayesi kuruluş statüsüne göre üyelerin katılma paylarından oluşur. Borsadan borsaya bu paylar değişebilir. Takas Merkezi üyelerin finans gücüne, finansal itibarlarına göre yapabilecekleri vadeli işlem sözleşmesi alım satımına sınırlama getirmiştir. Daha önce de bahsettiğimiz gibi piyasada pozisyon alan her yatırımcıya karşılık karşı pozisyon alan başka bir yatırımcı söz konusu olduğundan Takas Merkezi'nin net pozisyonu sıfırdır. Bir yatırımcının başlangıçta sözleşme düzenlediği yatırımcıya bildirimde bulunmaksızın herhangi bir zamanda herhangi bir başka yatırımcı ile sözleşme yaparak ilk sözleşmeyi sona erdirmesini mümkün kılar. "İkame Prensibi" olarak adlandırılan bu kural sayesinde taraflar borsa işlemi Takas Merkezinde kayda alındıktan sonra sadece takas merkezi ile muhatap olmaktadır. Bu sayede vadeli işlemler sözleşmeleri kişisel olmaktan çıkar ve kolaylıkla likitide edilmeleri sağlanır.³⁴

Futures borsalarında müşterilerden broker'a, broker'dan Takas Merkezi üyesine, Takas Merkezi üyesinden Takas Merkezi'ne kadar tüm aşamada bir güvence sistemi mevcuttur. Bu nedenle işlem yapanların taahhütlerini yerine getirmeme gibi durum hiç olmamaktadır. Alım satım işlemlerinin gerekli şartları yerine getirildikten sonra Takas Merkezi alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı pozisyonundadır.

1.6.2.2 Takas Merkezinde İşlem Sırası

Takas Merkezi'nde bilgilerin toplanması ile işlem süreci başlamış olur ($t=0$). Borsada alıcı ile satıcı arasında gerçekleştirilen vadeli işlem sözleşmesi Takas

³⁴ Yakup ENGİNCAN, Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Sermaye Piyasası Yayınları, İstanbul, 1996, sf.12-14

Merkezi'ne gönderilir. Takas Merkezi bu işlemlerin karşılığını kontrol eder ve taahhütte bulunur. Aynı gün içinde yapılan işleştirmeden sonra ertesi gün (t=1) taahhütler yerine getirilir. Süre kısa tutularak temerrüt riskinin (default risk) büyümesi önlenmiştir. Borsalar, Takas Merkezi tarafından eşleştirilmeyen işlemlerin ertesi gün çözülmesini şart koşmuşlardır.

Üyelerle hesaplarının bulunduğu takas bankaları arasında yapılan anlaşma sonucunda Takas Merkezi kontrolünde para transfer edilir ve işlem gerçekleşir. İşleme ilişkin tüm para transferleri ertesi gün (t=1) yapılmak zorundadır.

Örneğin :“A” yatırımcısı mala dayalı futures sözleşmesinden alım yapar ve belli bir süre sonra aynı mala dayalı futures sözleşmesinden satım yaparak pozisyonunu kapatır ve piyasadan çekilir. Takas Merkezi her işlemin gerçekleşmesine aracılık eder ve taahhütlerin gerçekleşmesini garanti eder. Takas Merkezi her alıcının karşısında bir satıcı her satıcının karşısında bir alıcı olması nedeni ile denge konumunu sürekli korur. Takas Merkezi'nin uzun ve açık pozisyonu (net pozisyon sıfırdır) olmadığından tarafların temerrüt riski dışında herhangi bir riski yoktur.

1.6.2.3 Takas Merkezinde İşlem Teminatları

Futures sözleşmesi alım satımı yapan yatırımcıların aracı kurumda hesap açtırmaları gerekmektedir. Her yeni işlemde, yatırımcılar başlangıç teminatı, (ön, açılış marjini; initial margin) adı verilen miktarda para yatırmak zorundadırlar. Bu teminat işlem depozitosu anlamına da gelmektedir. Uzun veya açık pozisyonda olan tüm yatırımcılar bu teminatı yatırmak zorundadır. Teminat miktarı yatırımcı sınıflarına ve sözleşme konusu varlığa göre değişmekle birlikte genelde sözleşme değerinin yaklaşık % 10'u teminat olarak yatırılmaktadır.³⁵Garanti anlayışı borsadan borsaya değiştiğinden dolayı her borsanın istediği başlangıç teminat oranı da borsadan borsaya değişkenlik gösterir. Spekülatörler riskten korunana (hedger's) göre daha fazla başlangıç teminatı yatırır. Aracı kurum, yatırımcının sözleşme koşullarını yerine getirmede zorlanacağını düşünüyorsa ondan isteyeceği başlangıç teminatını yüksek tutabilir. En düşük teminat (maintenance margin) minimum teminat ve sürdürme

³⁵ Ümit EROL, Futures Piyasaları Teorik ve Pratik, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.190 , Ankara, Ekim 1994, sf.15.

teminatı olarak da adlandırılmaktadır. Sürdürme teminatı beklenmeyen fiyat değişiminden olumsuz etkilenen yatırımcının özsermayesinin düşebileceği en düşük seviyedir ve genelde başlangıç teminatının $\frac{3}{4}$ 'ü kadardır. Takas Merkezi mümkün olduğunca yatırımcının özsermayesinin bu teminat miktarının altına inmesine izin vermez. Bu miktarın altına inilmesi durumunda yatırımcıya teminat çağrısı (margin call) yapılır ve ek teminat (variation margin) yatırması istenir. Bu ek teminata fark teminatı da (variation margin) denmektedir. Başlangıç teminatı sabit gelirli menkul kıymet olabilirken fark teminatı nakittir. Futures sözleşmelerinde bir taraf kendisinden istenen ek teminatı 24 saat içinde yatırmazsa Takas Merkezi bu kişi veya kurumun sözleşmesini fesheder, hesabını kapatır ve bir daha aynı borsada işlem yapmasına izin vermez. Başlangıç ve sürdürme teminatlarının oranları ve ekonomiye etkileri hakkında değişik fikirler ortaya atılmıştır. Teminatların düşük tutulmasını öngörenler yüksek teminatların riskten korunma (hedging) maliyetlerini arttırdığını vadeli işlem piyasasının daha az kullanılmasına yol açtığını ve likiditeyi azalttığını savunmaktadırlar. Bunun da aşırı fiyat değişikliğine yol açtığını ve kullanılabilirlik özsermaye tutarını azalttığını ileri sürmektedirler. Sonuç olarak kaynakların etkin olmayan şekilde tahsisine neden olmaktadır. Teminatların yüksek tutulmasını öngörenler ise düşük teminatların aşırı spekülasyonlara ve fiyat dalgalanmalarına neden olacağını ileri sürmüşlerdir. Bunun da spekülatif balonun oluşmasına neden olacağını savunmaktadırlar. Spot fiyatların ve buna bağlı olarak da futures fiyatlarının artacağını tahmin eden yatırımcılar fiyatların düşük olduğu zaman alım kontratı yapar ve fiyatların artması ile düşük fiyattan aldıkları kontratları yüksek fiyattan satarak kar elde ederler. Bu kar yeni yatırımcıları piyasaya çeker ve yeni bir talep oluşur. Bu talep artışı fiyatları daha da yukarı çıkarır ve spekülatif balon (speculative boom) oluşur.³⁶ Bu fikre karşı olanlar ise düzenleyici otoritenin teminatlarda zamanında değişiklik yaparak spekülatif balonun çöküşünden sonra ortaya çıkabilecek finansal krizi önleyebileceğini söylemektedirler.³⁷

Aşağıda yer alan Tablo 3 'de 4.gün sonunda özsermaye pozisyonu sürdürme teminatı olan 80\$'ın 5\$ altına düşülmüştür (başlangıç teminatı 100 \$). Müşteri

³⁶ Richard LIPSEY, Peter O. STENIER & Douglas D. PURVIS, Economics, 8th edition, New York: Harper ve Pow Publishers, 1987 sf.565

³⁷ Yakup ENGİNCAN, Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Sermaye Piyasası Yayınları, İstanbul, 1996, sf.15-17.

temsilcisi teminat çağrısı yapar. Pazarda işlem yapmaya devam etmek isteyen yatırımcı pozisyonunu başlangıç teminat seviyesine getirmek için 5\$ yatırmak zorundadır.

TABLO 3: TAKAS MERKEZİNDE TEMİNAT SİSTEMİNE ÖRNEK

Gün	Hesaplaşma Fiyat/Kg.	Birikimli Karlar	Sermaye	Hesaptaki Özsermaye
1	1.730 \$	0 \$	100 \$	100 \$
2	1.730 \$	+1 \$	100 \$	101 \$
3	1.730 \$	-10 \$	100 \$	90 \$
4	1.730 \$	-25 \$	100 \$	75 \$

Ürün: Pamuk Miktar:1000 kg Sürdürme teminatı: 80\$

Futures sözleşmelerinin önemli elemanlarından olan teminat sisteminin önemli fonksiyonları vardır. Bunlar :³⁸

- İşlemi gerçekleştiren her iki taraf da teminat yatırdığından futures işlemin devamı garanti altına alınmış olur,
- Takas Merkezi parasal kaynağa kavuşmuş olur ve parayı kaybedenden alıp kazanana aktarır,
- Futures piyasasının işleyişi finansal garanti altına alınmış olur ve sistemin dürüstçe işlemesi sağlanmış olur,
- Başlangıç ve sürdürme teminatları sözleşme tutarlarının belirli bir yüzdesi olduğundan düşük bir yatırımla vadeli işlem borsalarında yatırım yapma imkanı doğururlar.Örneğin : Spot piyasada 13 Kasım 1997’de kilogramı 1.73 \$ olan pamuktan 1 kilogram alınabilirken pamuğun işlem gördüğü vadeli işlem borsasından başlangıç teminatının 0.0865 \$ olduğu varsayılırsa bu yatırımcı aynı tutarda parayla 20 adet sözleşme satın alabilir. Bu sistem sayesinde yatırımcı riskini azaltabilecektir.

³⁸ Metin GÜRLER, “Vadeli İşlemler Borsasının Türk Tarım Sektöründe Belli Başlı Ürünlerde Uygulanabilirliği”,Marmara Üniversitesi, İstanbul, 1999, sf.37

1.6.2.4 Takas Merkezinde Günlük Hesaplaşma

Takas merkezi hesapları günlük olarak takip eder ve fiyatlardaki değişikliklere göre yatırımcıların teminatları arasında kaydi para transferi yapar. Hesaplaşma fiyatının tayininde, ya kapanış fiyatı ya da seansın son birkaç saniyesinde oluşan fiyat aralıkları esas alınmaktadır. Eğer sözleşme değer kazanmışsa Takas Merkezi o yatırımcının hesabını alacaklandırır, değer kaybetmişse borçlandırır. Bu yolla Takas Merkezi her günün sonunda kapanmamış tüm pozisyonları kar/zarar durumuna göre hesaplar ve kaybedenlerden kazananlara para transferi yapar. Bu işlem futures piyasalarını diğer piyasalardan ayırır ve finansal güvenin sağlanmasında önemli rol oynar. Bunu bir örnekle açıklamak istersek:³⁹

A ve B yatırımcıları 13 Kasım 1997'de spot fiyatı kilogramda 1.73 \$'dan olan pamuğa ilişkin futures piyasasında işlem yapıyorlar. Kontrat birimi 100 kilogram olan 10 adet kontratı A alıyor (uzun pozisyonda) B de buna karşılık olarak satıyor (kısa pozisyonda). Her ikisi de 100 \$'ı başlangıç teminatı olarak yatırıyorlar. Aşağıdaki tablo 4 de görüldüğü gibi 2. ve 3. günde fiyatların artması sonucu para satış yapan B'den alış yapan A'ya transfer edilir. 4 günde fiyatın düşmesi sonucu alış yapan A'dan satış yapan B'ye 8 \$ $([1.733-1.725]*1000=8\$)$ aktarılıyor.

TABLO 4 : TAKAS MERKEZİ KAR/ZARAR TRANSFERİNE ÖRNEK

Gün	Hesaplaşma Fiyat/Kg.	Uzun pozisyon Yatırımcı A		Kısa Pozisyon Yatırımcı B	
		Birikimli Karlar	Hesaptaki Özsermaye	Birikimli Karlar	Hesaptaki Özsermaye
1	1.730 \$	0 \$	100 \$	0 \$	100 \$
2	1.731 \$	+1 \$	101 \$	-1 \$	99 \$
3	1.733 \$	+3 \$	103 \$	-3 \$	97 \$
4	1.725 \$	-5 \$	95 \$	+5 \$	105 \$

Ürün: Pamuk Miktar: 1000 kg

³⁹GÜRLER, agm, sf.38-39

1.6.3 Marjin Teminat Sistemi

Futures piyasaların kendine özgü özellikleri olan ödeme sistemine Marjin Sistemi denilir.⁴⁰

Borsa'da işlem yapmak isteyen kişiler Futures sözleşmesinin taraflarından biri oldukları zaman çalıştıkları aracı kuruma güvence olarak bir miktar depozito yatırırlar ki buna MARJİN denilmektedir.

Daha önce de belirttiğimiz gibi Futures Piyasalar tarafların kontrat sonucunda aldıkları sorumlulukları yerine getirmelerini garanti etmektedir. Marjin Sistemi bu garantiyi sağlayabilmek amacıyla geliştirmiştir.⁴¹

Marjinler 3 çeşittir:

- İnitil Marjin
- Variation Marjin
- Maintanance Marjin

Şimdi bunları bir örnekle açıklamaya çalışalım:⁴²

Bay X, 20 Temmuz tarihinde 400\$ Futures fiyatından Ekim Altın kontratı satın almak istiyor olsun. Bay X kontrat bitiminde malı teslim almak için gerekli olan toplam bedeli yani $400\$ \times 100 = 40.000$ \$'ı hemen yatırmak durumunda değildir. Bu toplam bedelin yaklaşık % 10'unu aracı kurumundaki hesabına yatırarak kontrat için pozisyon açar. Yatırılan bu tutar Bay X'in 20 Temmuzdan (Marjinin yatırıldığı gün) başlayarak Ekim Altın kontratını kontrol etme yetkisine sahip olmasını sağlayacaktır.

İşte pozisyon açmak amacıyla yatırılan bu miktar Ön Marjin ya da Açılış Marjini (İnitil Marjin) olarak tanımlanır. Bu olay hem alış hem de satış kontratları için geçerlidir. Aracı Kurum yatırılan bu Ön Marjini Futures Borsasına yatırır. İnitil Marjin

⁴⁰ Ümit EROL, Futures Piyasaları Teorik ve Pratik, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.190 , Ankara, Ekim 1994, sf.14

⁴¹ Niyazi ERDOĞAN, Uluslararası İşletme , Mali Risk ve Yönetimi ve Çağdaş Finansman Teknikleri, Kent Matbaacılık, 1995, sf.80

⁴² Müşerref F. SART, "Futures Piyasaları", Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 1997, sf.42.

bir ön ödemeden çok bir Kaparo niteliği taşımaktadır. (Performans Band). Ön Marjin Kontratın temsil ettiği paranın % 5 ila % 15'i arasında bir miktardır.⁴³

Diğer bir marjin türü ise Değişim Marjin'i (Variation Marjin)dir. Bu marjin sisteminde ödeme riskini azaltmak için günlük mutabakat uygulaması kullanılır. Bu uygulamada Kontrat üzerinde hakkı bulunan kişinin zararı ve kar'ı günlük bazda realize edilir. Futures piyasalarından bu sisteme Marking To Market denilir. Bu sistem arada aracı konumunda bulunan Takas Odası tarafından gerçekleştirilir. Takas merkezi her gün sonunda Futures Kontratın Spot fiyatlar karşısında aldığı değeri ve bu değerın kontrat sahibine yansımasını tarafların hesabına işleyerek ve onlara bildirerek sistemi uygular.⁴⁴

Bu sistemin işleyişini ve bununla birlikte Değişim Marjini ve Devam Ettirme Marjini bir örnekle açıklamaya çalışalım :⁴⁵

Altın Kontratı 5 Günlük Settle Fiyatı aşağıdaki gibi olsun:

15 Temmuz	395 \$
16 Temmuz	398 \$
17 Temmuz	402 \$
18 Temmuz	394 \$
19 Temmuz	390 \$
20 Temmuz	388 \$

Bay Y'nin 15 Temmuzda onsu 395\$'dan Ekim ayı kontratı aldığını varsayalım. Bir Futures altın kontratı 100 ons karşılığıdır. Bay Y'nin ödemesi gereken tutar 395 \$*100=39.500 \$'dır. Bu tutarın % 10 civarı olan 3.000 \$'ı Ön Marjin olarak ödeyerek pozisyon açtırmış olsun.

Bay Y'nin elindeki Ekim Futures Kontratı 16 Temmuzda settle fiyatı itibariyle 398 \$'a yükselmiştir. Bu Bay Y'nin günde ons başına 3\$ ve toplam 300\$ kazancını

⁴³ Ümit EROL, Futures Piyasaları Teorik ve Pratik, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.190 , Ankara, Ekim 1994, sf.15

⁴⁴ Daniel R. SEIGEL, Diane F. SEIGEL, The Futures Markets, Mcgraw Hill Book Company , ABD,1990, sf.16-17

⁴⁵ Müşerref F. SART, "Futures Piyasaları", Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 1997, sf.43-44.

gösterir. Bay Y 16 Temmuzda aracı kurumunu aradığında hemen çekebileceği 3000\$ olduğunu öğrenir. Burada müşterinin hemen çekebileceği tutar sadece elde ettiği kardanır. Yatırılan ön marjin ise kontrat satılıp pozisyon kapatıldıktan sonra alınabilir.

Temmuzda fiyatı 402\$'a yükseldiğinde o gün için ons başına 4\$ daha (402-398=4) yani 400\$ daha kar elde etmiş olacaktır. Eğer 16 Temmuzda kontrat satılmadı ise Bay Y toplam 700\$ kar etmiş demektir.

18 Temmuzda fiyat dönerek 394\$ olmuştur. Bu durumda aracı kurum Bay Y'den ons başına 8\$ ve toplam olarak 800\$ talep edecektir. Bu durumda Bay Y son iki günde kazandığı toplam 700\$ kaybettiği gibi 100\$ da ödemek zorundadır. Bay Y bu miktarı yatırmaz ise aracı kurum otomatik olarak kontratı o anki spot fiyattan satarak pozisyonu kapatır.

İşte açılmış olan bir pozisyonu devam ettirmek için yatırılması gereken Ek Marjin'e ilişkin Müşteriye gelen bilgiye Marjin Uyarısı ya da Marjin Call denilir. Marjin uyarısı sonucunda müşterinin pozisyonunu devam ettirebilmek için yatırmak durumunda olduğu marjin'e de Değişim Marjini denilmektedir. 18 Temmuz da Bay Y'nin değişim Marjini 800\$ idi. 19 Temmuzda fiyat 390'a düştüğünde Bay Y ons başına 4 yani toplam 400\$ daha değişim marjini yatırmak zorundadır.

Futures piyasaları gün içerisinde önemli değişiklikler gösteren piyasalardır. Futures piyasalarda Marjin uyarısına esas olan ve Değişim Marjini hesaplarında baz alınan fiyat Settle Fiyatıdır. Settle fiyat daha önce de belirtildiği gibi seansın son dakikalarında oluşur, en yüksek ve en düşük fiyatların aritmetik ortalaması alınarak ilgili borsa tarafından hesaplanır ve farklı mal grupları ve future borsaları için değişik zaman yapılarında oluşturulur.

Değişim Marjini ve Marjin Call Futures piyasaların risk içermesinden doğmuştur. Marjin Call karşısında müşteri;

- Zararı kabul ederek pozisyon kapatacak,
- Değişim Marjini ödeyerek pozisyonunu devam ettirecektir.
- Ya da elindeki mevcut pozisyonunu tutarak ona karşıt bir pozisyon açma yoluna gidebilir. Böyle bir durumda Bay Y:

Piyasaya 20 Temmuzda satıcı olarak girip bir Altın Ekim kontratını 20 Temmuzdaki 388 \$'dan satacaktır. Böylece bay Y'nin elinde bir alım taahhüdüne karşılık bir de satış taahhüd kontratı olacaktır. Bu iki kontrat birbiriyle ters orantılı olarak gelişim göstereceği için fiyatlar düşerken alım kontratı zarar edecek ancak satış kontratı kara geçecektir. Bu sayede alış kontratı nedeniyle kredimiz artarken satış kontratı ile bu kredi bu oranda bertaraf edilmiş olacaktır. Ancak fiyatlar 388\$ - 395\$ arasında gelişmeye başlar ise örneğin, 391\$ olur ise bu durumda: alım kontratının neden olduğu 400\$, satım kontratının neden olduğu 300\$ lık marjin uyarısı ile karşı karşıya kalacaktır.

Şimdi Bay Y'nin 15 Temmuzda 395 \$'dan aldığı kontratta fiyatların hiç düşmeden Ekim ayında 470 \$'a çıktığını varsayalım. Eğer bay Y malı teslim almak ister ise kontrat ayında 47.000 \$ ödeyerek 100 ons altını alacaktır. Bu durum ilk bakışta ters gibi gözükse de konuyu şöyle aydınlatmak mümkündür:

Bay Y Temmuz ayından kontrat ayına kadar $(470-395)*100 = 7.500$ \$ kar sağlamıştır. Ancak bu hergün zaten hesabına işlemiştir. Bu noktada futures piyasaların işleyişinde yeni bir olgu daha görmüş oluyoruz ki o da: Futures kontratların kontrat ayında spot fiyatlarla aynı düzeye gelmesidir.

Diğer bir marjin şeklide Devam Ettirme Marjini'dir.

Ekim altın kontratını 23 Temmuzda ons 425 \$'dan aldığımızı varsayalım. Ve son üç gündeki fiyat değişikliklerinin şöyle olduğunu düşünelim :

<u>24 Temmuz</u>	<u>25 Temmuz</u>	<u>26 Temmuz</u>
423	421	417

Aracı kurum bize devam ettirme marjininin 500 \$ olduğunu belirtmektedir. 24 Temmuzda fiyat 423 \$ olduğunda normalde 200 \$ marjin ödememiz gerekirken bu tutar 500 \$ limitinin altında olduğu için bu yükümlülükten muaf olabilmekteyiz. Ancak 26 Temmuzda Marjin ödememiz $(425-417)*100=800$ \$ olmakta ve bu tutar limiti aşmaktadır. Bu durumda 800 \$'ın tamamını ödemekle yükümlü olmaktadır.

Özellikle ABD borsalarında Ön Marjin ve Değişim Marjini yükümlülükleri nakit-çek olarak karşılanabildiği gibi hazine bonosu olarak da ödenebilir. İkinci seçenekte Hazine Bonosunun faiz geliri marjini yatıranın hesabına işlenecektir. Ancak

marjin yükümlülüklerini bu şekilde yerine getirenler devam ettirme marjinin avantajlarından faydalanamazlar. Çünkü devam ettirme marjini sadece nakit olarak açılan marjin hesaplarında uygulanır.

Futures piyasalarında Ön Marjin miktarı, ilgili borsalar tarafından saptanmaktadır. Malın fiyatının günlük limiti (gün içinde değişim gösterebileceği max. limit) malın minimum kontrat miktarı ile çarpılarak hesaplanır. Örneğin altın borsasında altının günlük limiti 25 \$ ise ön marjin $25 \times 100 = 2.500$ \$ olarak belirlenir. Ön marjin hesaplama çoğunlukla bu şekilde yapılmaktadır. Bazı borsalarda ise ön marjin son altı ayın ya da bir yılın fiyatlarının aritmetik ortalaması alınarak bununla aynı dönemdeki standart sapmasının 2-3 katı eklenerek hesaplanır.⁴⁶

1.7 VADELİ İŞLEM PİYASALARINDA FUTURES İŞLEMLERİN ORGANİZASYONU

Vadeli işlemler organize borsalarda gerçekleştirilen işlemlerdir. Organize borsaların da doğal olarak hukuki bir yapısı ve belli kuralları vardır. Bu borsaların organizasyon yapısı ülkeler arasında farklılık göstermekle birlikte genel olarak aşağıda belirttiğimiz temel öğelerden oluşur.

1.7.1 Borsa Komisyonu

Gerçek ve tüzel kişiler tarafından kurulan , üyeleri genellikle şahıslar olmakla birlikte şirketlerin de üye olduğu , kar amacı gütmeyen bir kurumdur. Komisyonun temel görevleri :

- Futures piyasaların işleyişine ilişkin kuralları tespit etmek,
- Borsa'da yeni işlem görecekt mallar için gerekli araştırma ve fizibilite çalışmalarını yapmak,
- Borsa faaliyetleri hakkında bilgi vermek, üye sayısını arttırmaya çalışmak ve mevcut üyeleri kontrol etmek,
- Üyelerine faaliyetlerini gerçekleştirebilecekleri organize bir Pazar yeri temin etmek,

⁴⁶ Ümit EROL, Futures Piyasaları Teorik ve Pratik, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.190 , Ankara, Ekim 1994, sf.16-19

- Borsanın AR-GE , eğitim ve bilgi akışına ilişkin ön çalışmaları koordine etmek olarak özetlenebilir.

Borsa Komisyonu faaliyetlerini üyelerinden almış olduğu aidatlar ve yapmış olduğu hizmetler karşılığı elde ettiği gelirler ile finanse etmektedir.

7.2 Borsa Üyeleri

Borsa üyeleri yalnız gerçek kişilerden oluşmaktadır. Bu kişiler aracı kurumlara, şirketlere, bankalara, acentalara ve diğer mali kesimlere hizmet vermektedirler.Borsa üyelerinin sayısı sınırlıdır. Söz konusu üyelikler devredilebilmektedir.

Müşterilerden gelen emirler üzerine tüm borsa üyeleri aktif aracılık yaparlar.Herhangi bir takas işleminin, ancak ve ancak bir takas odası üyesi aracılığıyla yapılabilmesi nedeniyle borsadaki takas odası üyesi olan ve olmayan borsa üyeleri arasında önemli fark vardır.Bu nedenle borsa üyesi olup , takas odası üyesi olmayan kişiler , takas işlemlerini bir takas odası üyesine yaptırmak zorundadırlar. Takas odası üyeleri üye olmayanlara göre daha avantajlıdır.⁴⁷

Borsa üyelerini borsada alım-satım sürelerine göre anlık, günlük ve serbest işlemciler olarak göstermek mümkündür. Anlık işlemciler , borsadaki anlık fiyat değişimlerini dikkate alarak işlem yaparlar.Günlük işlemciler, borsadaki günlük fiyat değişimlerinden kar elde etmek amacıyla işlem yaparlar.Serbest işlemciler ise diğer zamanlarda işlem yapanlardan oluşmaktadır.

1.7.3 Komisyon Acentaları

Futures işlemlerde komisyon acentaları, borsa dışından borsaya katılmak isteyen müşterilerin borsada alım-satım yapmalarına aracılık etmektedirler. Genellikle bu acentalar da borsa üyesidir. Müşteriler ile takas odası arasındaki bağlantıyı komisyon acentaları sağlar.Takas odasınca istenen teminat tamamlama ve benzeri istekler komisyon acentalarına gelmekte , gerekli işlemler yerine getirilmediği takdirde birinci derecede bu acentalar sorumlu olmaktadır. Komisyon acentaları , takas odasınca

⁴⁷ Yücel AKOVA, Ticaret Borsaları Futures Piyasalar ve Futures Piyasaların Türkiye’de Tarımsal Ürünler Uygulanabilirliği, İGEME, Ankara, 1995 , sf.48

müşteriden istenen talepleri, doğrudan doğruya müşteriye iletip gerekli mütabakatı sağladıktan sonra , işlemi kendisi yerine getirmektedir.⁴⁸

1.7.4 Müşteriler

Borsa müşterileri, borsada adlarına işlem yapılan kişi ve kuruluşlar olup , borsa üyesi değildirler. Müşteriler borsada herhangi bir mal veya hizmetin gerçek alıcısı veya satıcısı olabilecekleri gibi , spekülasyon amacıyla borsada taraf olan bir kişi veya riskini minimize etmek amacıyla borsada işlem yapmak isteyen birisi de olabilir.Ancak borsa üyesi olmayan spekülâtörler işlem maliyetleri dolayısıyla, borsa üyesi spekülâtörlere karşı oldukça dezavantajlı bir konumda yer almaktadırlar. Müşterilerin komisyon acentalarını devreden çıkararak borsada işlem yapabilmeleri de mümkündür. Bu durum kendilerine hem hızlı hareket etme yeteneği kazandırmakta , hem de işlem maliyetlerinde tasarruf sağlamaktadır.⁴⁹

1.7.5 Korbey

Korbey, vadeli işlem borsalarında işlem yapmak hakkına sahip üyelere özgü, alım satımın yüksek sesle ve serbest rekabet kurallarına göre açıkça yapıldığı anfi tiyatrodur. Korbeyde alım satımlar gelecekteki belirli dönemin belirli ayları için yapılır.

Örneğin: New York Pamuk Borsası'nda alım satımın gerçekleştiği ayı izleyecek 17 aylık bir dönemin Mart, Mayıs, Temmuz, Ekim, Aralık ayları için sözleşme alım satımı yapılır. Buğdayda sözleşme alım satımı Mart, Mayıs, Temmuz, Eylül, Aralık ayları için gerçekleştirilir. Vadeli işleme konu ürün ve finansal araçların fiyatları Cents/Libre, Cents/Kg., Cents/Oz birimi ile ifade edilir. Müşteri emirlerini toplayan aracı kurum temsilcisi seans başladığında korbeye girer. Hangi fiyattan ne kadar kontrat satmak istediğini bağırarak ve korbeydeki herkesin bildiği özel el işaretleriyle belirtir. Konvansiyon olarak herkesin bildiği özel el işaretleri ve terminoloji kullanılmasına dayanan bu sisteme open outcry sistemi denir.⁵⁰

⁴⁸ Yücel AKOVA, Ticaret Borsaları Futures Piyasalar ve Futures Piyasaların Türkiye'de Tarımsal Ürünler Uygulanabilirliği, İGEME, Ankara, 1995, sf.48

⁴⁹ AKOVA, agm, sf.49

⁵⁰ Ümit EROL, Futures Piyasaları Teorik ve Pratik, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.190 , Ankara, Ekim 1994,sf.22

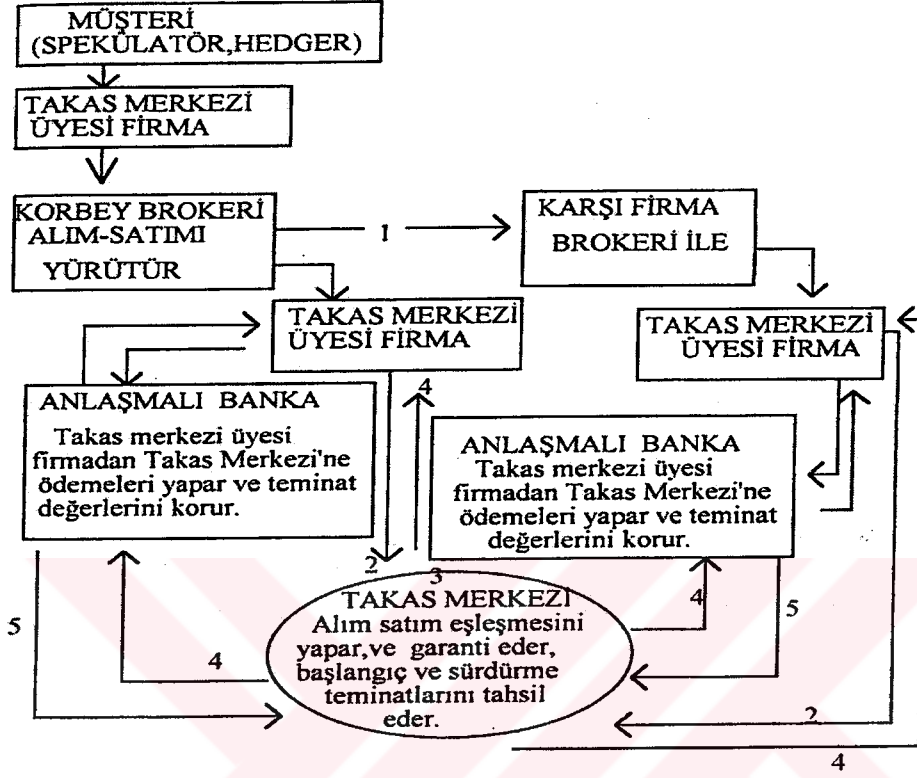
İşaretlerle anlaşma sağlandıktan sonra üstünde anlaşılan fiyat ve miktar özel bir kağıt parçasına yazılıp, üstüne anlaşma yapan firmaların sembolleri eklenerek yürüten bir merdivene atılır. Tüm bu kağıtlar korbey merkezinde belli bir yerde toplanır ve bilgisayara işlenir. Bu işlemler seans boyunca futures borsası tarafından görevlendirilen özel görevliler (pit observer) tarafından gözlenir. Bunların amacı işlemlerin kurallara uygun olarak yürütülmesini denetlemektir. Denetlenen en önemli şey fiyatların doğru olarak yansıtılmasıdır. Korbey brokerları kendi hesaplarına pozisyon almayıp sadece müşterilerinin alım/satım emirlerini yerine getirirler (floor broker).⁵¹ Korbey brokerlarının farklı olarak scalperlar alım (bid) ve satım (ask) fiyatları arasındaki farkı izleyip daha düşük olan bid fiyatından alıp çok kısa bir süre sonra daha yüksek bir ask fiyatından satarak kar yapmayı amaçlar. Shooter olarak adlandırılan diğer bir grup ise yarım ya da bir saat gibi kısa süreler için pozisyon alan ve gün içi fiyat oynamalarıyla spekülasyon kar amaçlayan kişilerden oluşur. Arbitrajcılar ise değişik borsalarda alım/satımı yapılan malların fiyat farklarını izleyip ucuz olan piyasadan alıp pahalı olan piyasada satarak arbitraj karı elde ederler. Bu grup değişik piyasalarda adam bulundurarak benzer nitelik ve kalitedeki malların işlem gördüğü tüm piyasalarda yaklaşık olarak aynı fiyattan satımını sağlar.⁵²

⁵¹ EROL, agm, sf.22

⁵² Ümit EROL, Futures Piyasaları Teorik ve Pratik, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.190 , Ankara, Ekim 1994, sf.23

Chicago Mercantile Exchange'de emir süreci aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.

ŞEKİL 2 : EMİR SÜRECİ (ORDER PROCESS)⁵³



1.7.6 Takas Odası

Vadeli işlem piyasalarının organizasyonunda yer alan en önemli organdır. Takas odası, piyasada alım-satım yapan taraflar arasında aracılık yaparak, sözleşmelerin yerine getirilmesini garanti etmekte ancak, alım satım pozisyonu almamaktadır.

Sözleşmede belirtilen herhangi bir konuda alıcı ve satıcı yükümlülüklerini yerine getirmediği takdirde takas odası, belgede belirtildiği şekilde işlemi tamamlar ve yükümlülüğünü yerine getirmeyen taraftan zararın tazmini için dava açar.

Vadeli işlemler borsasının güvence mekanizmasının en önemli unsuru olması nedeniyle, vadeli işlem sözleşmelerinin temel özellikleri bölümünde takas merkezi hakkında ayrıntılı bilgi verilmiştir.

⁵³ CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE, A World Market Place, sf.17

1.8 VADELİ İŞLEM PİYASALARININ İŞLEVLERİ, YARARLARI ve FONKSİYONLARI

1.8.1 İşlevleri

Vadeli işlem piyasalarının temel amacı ; ürün veya finansal araç alan ve satanların fiyat değişiklikleri karşısında kendilerini sağlıklı bir biçimde yönetmelerini,diğer bir ifadeyle, riskten korunmalarını sağlamak ve tasarruf sahiplerine yeni yatırım olanağı vermektir. Vadeli işlem piyasalarının temel işlevleri aşağıda özetlenmiştir: ⁵⁴

- Fiyat konusunda kesin bilgilerin belirlenmesi ,
- Yatırım esnekliğinin sağlanması ,
- İleriye dönük planlamaların ve sözleşmelerin yapılmasında yararlı bilgilerin edinilmesine yardımcı olunması ,
- Ne biçimde ve hangi koşullar altında risk yönetimine gidilmesinin gerekeceği konusunda karar verme yeteneğinin kişilere kazandırılması ,
- Piyasada ürün akışını sağlayıcı nitelikteki vadeli işlem sözleşmeleriyle ilgili genel koşulların ve kuralların saptanması ,
- Gelişen ihtiyaçlar doğrultusunda vadeli işlem kurallarının yeniden düzenlenmesi ,
- Dinamik bir rekabet ortamının özendirilmesine yardımcı olunması, üreticilere daha yüksek kazanç ve tüketicilere de daha düşük bedel karşılığında kalite standartları belirlenmiş ürünler sağlanması.

1.8.2 Yararları

- Vadeli işlem piyasaları risk yönetimini kolaylaştırır.
- Mevcut piyasa koşullarında meydana gelen beklenmedik değişimlerin, fiyat mekanizması yoluyla kısa sürede dengelenmesini sağlar.
- Futures ve opsiyon piyasalar, sözleşme konusu olan maddelerin standardize olmasını zorunlu kılarak, kalite ve verimliliğin artmasına katkıda bulunmaktadır.

⁵⁴ Ümit EROL, Futures Piyasaları Teorik ve Pratik, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.190 , Ankara, Ekim 1994, sf.47-55

- Vadeli işlem piyasaları; üretici, sanayici ve ticari kesimin stok maliyetlerini asgari düzeye indirerek, stok yönetim politikasının iyileştirilmesi ve belirginleştirilmesine yardımcı olur.
- Futures ve opsiyon piyasalarda sözleşme konusu olan maddelerin teslimi zorunlu olmadığından, bu piyasalar ekonomiye likidite kazandırır.
- Vadeli işlem piyasalarında çok sayıda alıcı ve satıcının serbest rekabet şartları içinde işlem yapmaları nedeniyle gerçek piyasa fiyatları oluşur.
- Vadeli işlemlerde uygulanan takas sistemi, işlem yapanlara tam bir güvence sağlar.
- Vadeli işlem sözleşmelerinden alınan teminat miktarı, sözleşme değerinin %3-%5-%10 oranları arasında değişkenlik gösterir. Dolayısıyla bu piyasalarda küçük bir teminat ile büyük hacimde işlem yapabilme olanağı vardır.⁵⁵

Vadeli piyasaların oluşması, piyasada işlem gören mala ilişkin zamanlar arası bilgi akışını sağlayarak, kararların daha akılcı alınmasına yol açmıştır. Vadeli piyasalar, bilgilerin yorumlanarak işlem gördüğü yerlerdir. Karar vermeyi sağlayan bu bilgiler piyasanın katılımcıları için çok önemli ekonomik rol oynar. Vadeli piyasalar bu bilgiler sayesinde spot piyasaları daha etkin hale getirir.

1.8.3 Fonksiyonları

Vadeli işlem piyasalarının iki temel fonksiyonu risk transferi ve hedgingdir.

1.8.3.1 Risk Transferi

Risk transferi futures kontratlarının ve borsalarının gelişmesinde en önemli sebeptir. Futures piyasaları üründe oluşabilecek fiyat riskini üstlenmek istemeyen kişilerin bu riski üstlenebilecek kişilere transfer edebilmesini sağlamaktadır. Hedger'lar futures işlemlerini olası fiyat dalgalanmaları karşısındaki savunmasızlıklarını azaltmak amacıyla kullanırlar. Spekülatörler de oluşan bu fiyat dalgalanmalarının gelişimini önceden tahmin ederek kar elde etmeyi amaçlamaktadırlar. Bu sebeple de Hedger'ların

⁵⁵ Metin GÜRLER, "Vadeli İşlemler Borsasının Türk Tarım Sektöründe Belli Başlı Ürünlerde Uygulanabilirliği", Marmara Üniversitesi, İstanbul, 1999, sf.15-16.

transfer etmek istedikleri riski satın alırlar. Bu durumda ortaya çıkan sonuç bir grubun riski istememesi, diğer grubun da buna karşılık riskten etkin bir fırsat yaratmayı amaçlamasıdır. Spekülatörün esas özelliği riski taşıyacak yapıya sahip olmasıdır.⁵⁶

Spekülatör bugün anlaşılan fiyattan gelecekte mal alımı ya da teslimini ve bununla birlikte oluşacak fiyat riskini de kabul eden taraftır. Hedger ise gelecekte bir mal alma ya da satma durumunda olan ancak ileride oluşabilecek fiyat değişikliklerinden çekinen ve mümkün olduğunca gelecekteki mal alım ya da teslimini bugün belirlenen bir fiyattan garantileyerek kendisini ani fiyat değişikliklerine karşı korumayı hedefleyen gruptur.⁵⁷ Futures piyasaları da risk seviyeleri ile risk tercihlerini karşılaştırmaktadır. Kabul edilmesi gereken gerçek de şudur ki fiyat riski günlük hayatın bir parçasıdır ve her zaman ortaya çıkar. Tek sorun bu riski kimin taşıyacağı ve bundan nasıl yararlanılacağıdır. Futures piyasaları bu riski kabul eden kişilere risk transferi ile mükemmel bir görevi yerine getirmiş olmaktadır.

1.8.3.2 Hedging

Yukarıda da belirttiğimiz gibi Hedger olarak tanımlanan kişiler ; futures piyasalarını , mal ve tahvil fiyatlarındaki , parite ve faiz oranlarındaki dalgalanmalardan doğan riski azaltmak amacıyla kullanırlar.

Hedge ; spot piyasada fiyat riskini taşımak istemeyen tarafın bu riski elimine etmek amacıyla futures ya da forward piyasalarda pozisyon alması işlemidir. Kısaca hedge bir risk korumasıdır.

Bir hedger futures piyasalarda başkasının almak istemediği riskine karşılık olarak , kendi riskine karşıt bir pozisyon yaratıp, riskini elimine edebilir.⁵⁸

Hedging işlemini bir örnek yardımıyla açıklamak istersek :⁵⁹

⁵⁶ Robert FINK, Robert E. FEDUNIAK , Futures Trading, NYIF Corp, 1988, sf.79

⁵⁷ Ümit EROL, Futures Piyasaları Teorik ve Pratik, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.190 , Ankara, Ekim 1994 , sf.9

⁵⁸ Daniel R. SEIGEL, Diane F. SEIGEL, The Futures Markets, McGraw Hill Book Company , ABD,1990, sf.32

⁵⁹ Berna ÖZDİLEK, “Tarımsal Ürünler Dayalı Vadeli İşlemlerin Tarım Politikası Üzerine Etkileri”, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, 1998, sf.11-12

Tarlasında ekili ya da silosunda depolanmış pamuğunu ileri bir tarihte satmayı planlayan bir çiftçinin riski sözkonusu ileri tarihte pamuk fiyatlarının düşebileceğidir. Çiftçinin bugünden izleyebileceği yol aracı kurum aracılığı ile örneğin borsada işlem gören, fiyatı arz ve talebe göre devamlı değişim gösteren söz konusu hasat ayı pamuk vadeli işlem kontratlarından ihtiyaç duyduğu miktarda satarak hedging işlemini yapmaktır.

İleriki aylarda pamuk fiyatları düşerse çiftçinin iki seçeneği oluşur.

- Borsanın öngördüğü teslim noktası kendisine uygun ise pamuğunu evvelce almış olduğu kontrat fiyatından alıcıya teslim ederek futures piyasasındaki yükümlülüğünü yerine getirebilir.
- Pamuğunu lokal pazarda o an hüküm süren düşük fiyattan satarak pamuk borsasındaki gelecek pozisyonunu, kontratın teslim ayı henüz gelmeden , kârla tasfiye ettiğinde eline geçecek parayla spot piyasadaki zararını karşılayabilir.

Spot piyasadaki fiyat düşüşü futures piyasasına da yansıtacağından evvelce daha yüksek fiyata satılan kontratlar şimdi daha düşük bir fiyata geri alınacak ve pozisyon tasfiye edilecektir.

İleriki aylarda pamuk fiyatları yükselirse elindeki pamuğun değeri artar ve gelecek pozisyonundaki değer düşmesiyle büyük ölçüde dengelenir. Diğer bir deyişle hedging işlemi yapıldığında bir piyasadaki kazanç /zarar diğer piyasadaki zarar/kazanç ile büyük ölçüde dengelenir.

Sonuç olarak hedging yapan kişi piyasada oluşan olumlu fiyat hareketlerinden yararlanamaz ama olumsuz değişimlerden korunmuş olur.

İki tip hedging işlemi vardır :⁶⁰

- Short (selling hedge)
- Long (buying) hedge

Short Hedge : İleri tarihte yapacakları varlık satışının fiyatını bugünden garanti altına almak isteyen kişilerce , ilgilendikleri varlığı konu alan futures sözleşme satımı ile

⁶⁰ Müşerref F. SART,“Futures Piyasaları”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 1997, sf.54.

gerçekleştirilir. Örnek olarak mahsulü halen tarlasında veya silosunda bulunan çiftçi veya yakın zamanda eline yüklü bir döviz pozisyonu geçecek olan ihracatçı verilebilir.

Long Hedge :İleri tarihte yapılacak olan varlık alımının fiyatını bugünden garanti almak isteyen kişilerce , ilgilendikleri varlığı konu alan futures kontratlarının alımı işlemidir. Buna örnek olarak pamuk ipliğine ihtiyacı olan bir tekstilci veya yapacağı ithalatın bedelini döviz olarak ödemek zorunda olan ithalatçı gösterilebilir.

Spot ve futures fiyat arasındaki farka basis adı verilir. Basis malın futures teslim noktası ile bulunduğu yer arasındaki taşıma maliyetlerini, mahalli arz ve talep şartlarını ve depolama masraflarını yansıtır.

Spot fiyat , futures fiyattan yüksek olursa basis pozitif olur. Bu duruma ancak tersine piyasalarda rastlanmaktadır.Normal piyasalarda futures fiyatın spot fiyattan daha yüksek olması gerekir. Yani basisin negatif olması gerekir.Teslimat tarihinde futures ile spot fiyat birbirine eşit yani basis sıfır olur.Bu da fiyat kavuşması (price convergence) olarak ifade edilir.⁶¹

Hedging işleminin devreye konulduğu ve kaldırıldığı zaman zarfında basisin değişiklik gösterebilmesi hedger için fazladan bir kazanç sağlayabileceği gibi kazancından bir miktar da eksiltebilir.

⁶¹ Berna ÖZDİLEK, “Tarımsal Ürünler Dayalı Vadeli İşlemlerin Tarım Politikası Üzerine Etkileri”, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, 1998, sf.12.

II. BÖLÜM RİSK YÖNETİMİ AÇISINDAN VADELİ İŞLEMLER BORSASI

2.1 Risk Yönetiminin Tanımı ve İçeriği

Dünyada son yıllarda yaşanan hızlı ekonomik ve politik gelişmeler risk yönetimi kavramının gittikçe önem kazanmasına neden olmuştur. Yatırımcılar risken korunma amacıyla vadeli işlem piyasası araçlarını (forward, futures, opsiyon, swap sözleşmeleri) kullanmayı ve bu yolla gelecekteki belirsizlikler karşısında doğacak zararlardan korunmayı tercih etmektedirler.

Risk kelimesinin sözlük anlamı zarara uğrama tehlikesidir. Yönetim kelimesinin sözlük anlamı ise kontroldür. O halde risk yönetimi kavramını, zarara uğrama tehlikesinin kontrolü olarak tanımlayabiliriz. Ancak pek çok yönden zarara uğrama tehlikesi söz konusu olabilir. O nedenle konunun hangi açıdan ele alındığı çok önemlidir. Konuyu finansal açıdan ele alacak olursak parasal kayıplardan zarar görmenin kontrol altına alınması söz konusudur.

Kimi yatırımcılara göre çok riskli kabul edilen finansal araçlar başka yatırımcılar için çok riskli olmayabilir. Risk yönetiminde risklerden korunmak hedeflenmekle beraber spekülatif amaçlı gelirler elde edilebileceği de ortaya koyulmaktadır. Özellikle geleceğe dönük olan faaliyetlerde risk yönetiminin önemi daha fazladır. Vade arttığı sürece belirsizlikler daha yüksek olacağından riskin dağıtılması ve/veya minimize edilmesi gerekmektedir.⁶²

Riskleri, dağıtılamaz (sistemik) ve dağıtılabılır (sistemik olmayan) riskler olmak üzere ikiye ayrabiliriz.

2.1.1 Sistemik Risk

Piyasa riski adı da verilir. Ekonomideki dağıtılamaz özellikteki riskleri ifade eder. Pek çok yatırımcıyı, şirketi ve devleti sistemik şekilde etkiler. Savaşlar,

⁶² William H. BEAVER, George PARKER & Mark WOLFSON, Risk Management, Stanford University Financial Services Research Initiative, McGraw- Hill International Editions, U.S.,1995

ekonomik durgunluk, kronik enflasyondan doğan riskler sistematik riske örnek gösterilebilir.

Piyasada alım-satımı yapılan finansal araçların hepsi benzer ya da negatif şekilde piyasa riskinden etkilenmektedir. Sistematik riskler dağıtılarak elimine edilemezler⁶³. Örneğin: portföyünde faize dayalı opsiyon sözleşmesi ve hisse senedi bulunduran yatırımcı enflasyon riski karşısında bu riskten portföyündeki bütün yatırımları ile etkilenir. Sistematik riskten korunma amacı ile yatırımcılar portföylerinde devlet tahvili bulundurma yoluna giderler.

2.1.2 Sistemik Olmayan Risk

Dağıtılabılır risklerdir. Bu tür riskler genelde kısa süreli etkileme özelliğine sahiptir. Belli grupları etkiler. Özellikle şirketler için büyük önem taşır. Grevler, lokavtlar, yanlış pazarlama stratejileri, yapılan sözleşmeler sistematik olmayan risklere örnek olarak gösterilebilir. Örneğin : Bir şirketin yanlış pazarlama politikası sonucu zarar etmesi piyasadaki hisse senetlerinin değer kaybetmesine neden olduğunda bundan hem şirket hem de o şirketin hisse senetlerine yatırım yapmış olan yatırımcılar zarar eder. Yatırımcı, portföyünde başka hisse senetleri ve yatırım araçları bulundurarak bu riski dağıtabilir. Şirket de yeni bir yapılanmaya giderek durumunu düzeltebilir. Bir süre sonra tekrar karlı duruma geçerek piyasada mevcut hisselerinin yeniden değer kazanmasını sağlayabilir.⁶⁴

2.2. Risk Yönetiminde Kullanılan Araçlar

Risk yönetiminin zarar ve kayıplardan korunma amaçlı olmasının yanısıra spekülasyon amaçlı gelirler elde edilebilmesinde de kullanılabilmesine daha önce değinmiştik. Bu ihtiyaçlardan doğan vadeli işlem piyasalarında forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmeleri işlem görmektedir.⁶⁵

⁶³ Fred WESTON, Eugene F. BRIGHAM , Essentials of Managerial Finance , 10th Edition, Harcourt Brace & Company International Edition, 1992, sf.194

⁶⁴ Berna KIRKULAK, "Risk Yönetimi Açısından Opsiyon Piyasaları ve Avrupa Borsalarından Örnekler", Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, 2001, sf.2-3.

⁶⁵ Ümit EREN, Vadeli İşlemler Piyasaları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul , 1999.

Vadeli işlem piyasalarının kurulmasının temelinde geleceğe yönelik belirsizlik ve risk faktörünün azaltılması vardır. Bu nedenle, ilk vadeli işlemler piyasası tarım ürünlerinde ortaya çıkmıştır. Tarım sektörünün yapısı incelendiğinde birbirinden bağımsız üreticilerin varlığı ve hava koşuluna bağlı belirsizlik ortamı maliyet ve fiyatlarda sürekli dalgalanmalara yol açmaktadır. Fiyat değişkenliği fazla olduğu için bu durum özellikle üreticiler açısından ciddi bir fiyat riski yaratmaktadır. Bu nedenle, üretici kesim olan çiftçiler forward, futures, opsiyon ve swap sözleşmeleri kullanarak riski devretme yoluna gitmektedirler.⁶⁶

Riski sahiplenerek bundan kazanç elde etmeyi amaçlayan spekülörler vadeli işlem piyasalarının vazgeçilmez taraflarından birisidir. Spekülörler , gelecekteki belirsizlikleri kontrol altına almaya çalışan grubun aksine risk taşıyabilme özelliğine sahiptirler.

2.2.1 Forward ve Futures Sözleşmeleri

Forward sözleşmeler vadeli işlemler piyasasında kullanılan yaygın finansman araçlarından birisidir. Daha çok mal piyasalarında popülerdir. Sözleşmeye konu olan malın alımı ve teslimi arada herhangi bir kurum veya kişi olmadan tamamen alıcı ve satıcı arasında yapılmaktadır. Taraflar arasındaki anlaşmazlık durumlarında arada herhangi bir yetkili otorite olmadığı için sorun mahkemelerde çözülür. Forward sözleşmelerdeki bazı eksiklikleri gidermek üzere futures sözleşmeler ortaya çıkmıştır. Çünkü futures sözleşmelerde forward sözleşmelerin aksine alıcı ile satıcı arasında üçüncü bir kurum olan takas odası bulunmaktadır. İşlemleri yaparken alıcı ve satıcının birbirlerini tanımasına gerek yoktur. Standart olma zorunluluğu bulunan futures sözleşmeler esnekliği azaltırken işlem kolaylığı ve hız sağlar.⁶⁷

Forward ve futures sözleşmelerin fiyatlamaları da birbirinden farklıdır. Forward sözleşmelerde fiyatlar taraflar arasında pazarlık usulü ile belirlenirken , futures

⁶⁶ Joost M.E. PENNING, Raymond M.LEUTHOLD, Commodity Futures Contract Viability: A Multidisciplinary Approach, University of Illinois Urbana Campaign, US, 1999.

⁶⁷ Berna KIRKULAK, “Risk Yönetimi Açısından Opsiyon Piyasalar ve Avrupa Borsalarından Örnekler”, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, 2001, sf.5

sözleşmelerde fiyatlar piyasadaki arz ve talebe göre belirlenir. Fiyatlamadaki farklılığın en önemli sebebini sözleşmeye konu olan finansal varlıkların piyasadaki değerlerindeki günlük değişimler oluşturmaktadır.

Forward sözleşmelerde sözleşmeye konu olan ürünün alıcı ve satıcı arasında teslimatı zorunludur ve bu nedenle forward sözleşmelerin alınıp satıldığı ikinci el bir piyasa yoktur. Sözleşmeye konu olan finansal aracın teslimat zorunluluğu pek çok yatırımcı için cazip gelmediği için futures sözleşmelerin kullanımının çoğu kez tercih edildiği gözlenir. Diğer taraftan forward sözleşmelerde geçerli olmayan sadece futures sözleşmelere özgü olan marjın sistemi futures sözleşmelerle işlem yapanlara güvence sağladığı için futures sözleşmelerinin daha çok tercih edilmesine neden olmaktadır.⁶⁸

Risk yönetiminde kullanılan en önemli finansal araçlardan olan forward ve futures sözleşmeleri ile ilgili daha detaylı bilgiye 1.bölümde yer verilmiştir.

2.2.2 Opsiyon Sözleşmeleri

Opsiyon kelimesinin sözlük anlamı tecih , seçimdir. Risk yönetiminde kullanılan araçlardan biri olan opsiyon sözleşmeleri, yatırımcıya belli bir finansal varlığı belli bir fiyattan daha önceden belirlenmiş bir vadede ve/veya öncesinde satın alma ve/veya satma hakkı veren finansal araçlardır.⁶⁹

Opsiyonları diğer finansal vadeliyelerden ayıran en büyük özellik ise , yatırımcıyı riskten korumada daha geniş olanaklar sunmasıdır. Özellikle 1990'lı yıllardan sonra internet kullanımının da yaygınlaşması ile brokerlara verilen komisyon azalmış ve böylece opsiyon sözleşmeleri pek çok yatırımcıya daha ucuza mal olmaya başlamıştır. Bu da opsiyonların yatırımcılar için cazip olmasını sağlamıştır.⁷⁰

⁶⁸ Berna İRTEM, A New Technique for Managing Interest Rate Risks, Swaps Proeeding of Fourth Annual World Business Congress, IMDA, İstanbul, 1995, sf.69

⁶⁹ Zvie BODIE, Alex KANE & Alan J. MARCUS , Investments, Irwin Publishing, 1996, sf.601

⁷⁰ Bernie SHAEFFER, The Option Advisor, John WileySons Inc., USA, 1997,sf.305

Opsiyon sözleşmelerinde forward ve futures sözleşmelerinden farklı olarak prim vardır. Sözleşmeyi alan sözleşme satıcısına prim ödemekle yükümlüdür. Futures sözleşmelerde alım ya da satımın gerçekleşmesi zorunlu iken opsiyon sözleşmelerde böyle bir zorunluluk yoktur.

2.2.3 Swap Sözleşmeleri

Globalleşen dünya ekonomisinde özellikle 1990'lı yıllardan sonra meydana gelen dalgalanmalar, döviz kuru ve faiz oranlarındaki değişkenlik bu risklerin minimize edilmesini sağlayacak finansal araçların kullanımını zorunlu kılmaktadır.

Swap sözleşmeleri, karşılıklı iki tarafın belli bir sürede ödeme akımlarının değişimini esas alan finansal bir işlemdir.⁷¹ Faiz oranı, kredi ve döviz üzerine swap sözleşmeleri yapılır.

Faiz swapları belli bir süre için belli bir ana para üzerinden yapılması düşünülen faiz ödemelerinin yapısını değiştirmek için gerçekleştirilen bir işlemdir.⁷² Örneğin: Bir şirket düşük faiz oranlı krediyi bir başka şirketin değişen faiz oranlı kredisi ile takas ederek swap finansman tekniğini kullanabilir. Takas işlemi sonucu diğer şirket kendi alamadığı düşük faizli krediye bedelini ödeyerek kavuşmuş olur.

Kredi swapları basit bir anlatımla bankaların kendi aralarında veya merkez bankası arasındaki para takası anlamına gelir.

Döviz swapları bir döviz cinsinden belirlenen ödemenin başka bir döviz cinsinden olan ödeme ile takasıdır. Örneğin: bir firmanın belli bir dövize bağlı borcunun diğer bir firmanın başka bir dövize bağlı borcu ile takas edilmesi swap tekniğine örnektir. Bu şekilde firmalar uzun vadeli kredi sağlayarak döviz pozisyonlarını dengelemiş olurlar.⁷³

Başta finans kurumları olmak üzere yatırımcılar ; kur risklerini azaltmak, fon akışlarındaki dengesizliği gidermek , fon maliyetlerini düşürmek ve kredi imkanı sağlamak amacıyla swap finansman tekniğini kullanırlar.

⁷¹ Berna İRTEM, A New Technique for Managing Interest Rate Risks, Swaps Proeeding of Fourth Annual World Business Congress, IMDA, İstanbul, 1995, sf.2

⁷² Saniye GÜMÜŞELİ, Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri, T.B.B. Yayın No:179 , Ankara, 1994, sf.74

⁷³ Halil SEYİDOĞLU, Uluslararası Finans , Geliştirilmiş 2. Baskı , İstanbul , 1997, sf.316

2.3 Risk Yönetiminde Opsiyon Piyasalarının Yeri ve Önemi

Opsiyon piyasaları oldukça değişken bir yapıya sahiptir. Değişkenlik, başka bir ifade ile volatilité, risk kavramı ile özdeştir. Bunun en önemli sebebi ise, bu sözleşmelerin risk düzeyinin sınırlı ve önceden belirlenmiş olmasıdır. Bu nedenle de küçük yatırımcılar açısından çok caziptir.⁷⁴

Opsiyon piyasalarını kullanan yatırımcılar, finansal amaçlarını gerçekleştirmede diğer yatırımcılara göre önemli bir avantaj elde ederler. Çünkü opsiyon piyasasının tanıdığı hak sayesinde büyük miktardaki paraları küçük sermayeler ile kontrol edebilme imkanına kavuşurlar. Böylece küçük yatırımcılar bir yandan yüksek kazançlar sağlama diğer taraftan da risklerini sınırlama şansını elde ederler.⁷⁵

Enflasyon, döviz kuru riski v.b sistematik riskler dağıtılamazlar. Spot piyasada alınan bu riskleri , riskten kaçınan yatırımcılar opsiyon sözleşmeleri kullanarak devretme imkanı bulurlar. Ayrıca yapısı gereği taşıdığı riskten kaçınılması zor olan ve standart sapma ile ölçülen bir fiyat riskinin olduğu durumlarda riskin transferi gündeme gelmektedir. Özellikle yatırım fonları, sigorta şirketleri ve emekli fonları yapıları gereği riskten kaçan niteliktedirler. Bu özelliklerinden dolayı yaptıkları yatırımlarda teknik deneyimi ile sistematik riski satarak, başka bir ifade ile, hedger olarak piyasaya girerek piyasadaki mevcut istikrarsızlığı opsiyon sözleşmeleri kullanarak kısmen de olsa ikame etmeye çalışmaktadırlar.⁷⁶

Opsiyon sözleşmelerinin riskten korunma ve/veya spekülâtif amaçlı kullanılma nedenlerinden birisi de alım satım komisyonlarının az olması, dolayısıyla da işlem maliyetlerinin düşüklüğüdür.⁷⁷

⁷⁴ Ümit EROL, Futures Piyasaları Teorik ve Pratik, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.190 , Ankara, Ekim 1994, sf.345

⁷⁵ Defne ÖZKAN, Yeni Finansal Piyasalar (Opsiyon ve Vadeli Piyasalar Yayınlanmamış Yeterlilik Etüdü), SPK Yayını, Ankara, 1990, sf.51.

⁷⁶ EROL, agm, sf.436

⁷⁷ Berna KIRKULAK, "Risk Yönetimi Açısından Opsiyon Piyasalar ve Avrupa Borsalarından Örnekler", Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, 2001, sf.8

2.4 Riskten Korunma Stratejileri

Yatırımcılar alım ve/veya satım opsiyonlarını spekülâtif amaçlı ve/veya korunma amaçlı alırlar. Eğer riskten korunmak amaçlı opsiyon sözleşmeleri alınıyor ve/veya satılıyor ise hedging söz konusudur. Yatırımcılar ellerinde bulundurdukları sözleşmeye konu olan finansal araçların fiyatlarını vadeye ve piyasa şartlarına göre yükselmesi veya düşmesi halinde elde edebilecekleri karları (zararları), portföy yönetiminde karşılaşılabilecekleri zararlar(karlar) ile karşılamaya çalışırlar.⁷⁸ Piyasalarda sistematik ve sistematik olmayan riskler mevcuttur. Politik unsurlardan oluşan dağıtılamaz nitelikteki piyasa riskine karşı faiz oranı, hisse senedi, döviz ve endeks üzerine yazılı opsiyonlar çok duyarlıdır. Bununla birlikte dünyada meydana gelen Asya krizi, Rusya'daki devalüasyon gibi değişimler finans piyasalarını, opsiyon sözleşmelerine konu olan finansal varlıkları olumlu ve/veya olumsuz etkilemektedir. Özellikle ithalat ve/veya ihracat yapan kişiler gelecekte olabilecek bir takım döviz kurundaki ani değişim ve/veya faiz oranlarındaki önemli değişkenlik riskine karşı yaptıkları ticaretten zarar görmemek ya da olabilecek zararlarını en aza indirmek için çeşitli opsiyon stratejileri kullanmaktadırlar.

2.4.1 Hisse Senedi Opsiyonları ile Riskten Korunma

Hisse senedi üzerine yazılı opsiyon sözleşmeleri dünyanın pek çok vadeli işlemler borsasında öncelikli olarak tercih edilen finansal araçların başında gelir. Opsiyon piyasalarının tarihçesine bakıldığında opsiyon sözleşmeleri 1973 yılında hisse senetlerinden başlayarak kısa sürede diğer finansal araçlar üzerine yazılmaya başlamıştır.⁷⁹ Hisse senetleri temettü ödemesinde bulunduğu için diğer döviz ve faiz oranı üzerine yazılan opsiyonlardan ayrılmaktadır. Çünkü hisse senedini elinde bulunduran yatırımcı kar payı alır iken hisse senedine yazılı opsiyon sözleşmesini elinde bulunduran yatırımcı kar payından faydalanamamaktadır. Hisse senedinin temettü ödemesi yapması halinde ise hisse senedi fiyatlarında genel olarak düşüş yaşandığı gözlenmektedir. Hisse senedi üzerine yazılı opsiyon sözleşmesini elinde bulunduran

⁷⁸ Mustafa K. YILMAZ, Menkul Kıymetler Piyasasında Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar Kullanarak Oluşturulan Bazı Temel Stratejiler, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 1995, sf.19

⁷⁹ Robert W. KOLB, Investments, Illinois: Scott, Foresman and Company, 1995 -5b

yatırımcılar temettü alamadıkları için temettü sonrası hisse senedi fiyatında gerçekleşen düşüşten elinde alım opsiyonu bulunduran yatırımcılar zarar görürken elinde satım opsiyonu bulunduran yatırımcılar bu durumdan kar elde edebilirler.

Portföyünde hisse senedi bulunduran yatırımcılar gelecekte hisse senedi fiyatlarının düşmesi durumunda oluşabilecek zararı önlemek için portföylerinde hisse senedi üzerine yazılı opsiyon sözleşmesi bulundurabilirler.

2.4.2 Döviz Opsiyonları ile Riskten Korunma

Döviz opsiyonları dünyada ilk kez 1982 yılında Philadelphia Stock Exchange (PSE)'de işlem görmeye başlamıştır.Daha sonra Toronto, Montreal ve Amsterdam borsalarında döviz dayalı opsiyon sözleşmeleri işlem görmeye başlamıştır.Döviz opsiyonları İngiliz Sterlini, Alman Markı, Japon Yeni, İsviçre Frangı, Kanada Doları üzerinedir. Bu dövizler üzerine yazılı opsiyonlar Amerikan doları karşısında işlem görmektedirler. Döviz opsiyonları piyasalarda döviz kurları ile ilgili bir belirsizlik olduğunda yatırımcıların olası bir riskten korunmasına yardımcı olur.⁸⁰ Bu opsiyonlar belli bir prim karşılığında daha önceden belirlenen vade ve fiyattan(kur) belli bir miktar dövizin alım ve/veya satımına yönelik opsiyonlardır.Döviz opsiyonlarına ilişkin sözleşmeler belli bir miktar üzerinden alım ve satıma konu olurlar. Döviz sözleşmelerinin hangi aylarda alım ve satımının yapılacağına ilişkin detaylı bilgiler yatırımcılara ilan edilmektedir.

Konuyu bir örnek yardımıyla açıklamaya çalışalım: ⁸¹ x ithalatçı firmasının finans müdürü Avrupa Birliği'ne üye bir ülkeden ödeme planı 3 ay vadeli olan bilgisayar ithalatı yapmaktadır. Ödeme 3 ay sonraki Euro kuru üzerinden yapılacaktır. Finans müdürü 3 ay sonraki \$/Euro paritesi ile ilgili Euro lehinde artışın olacağını öngörmektedir. Eğer Euro 3 ay sonra finans müdürünün beklentisi doğrultusunda değer kazanır ise ithalatçı firma bundan zarar görür. Bu nedenle ithalatçı firma şu anki spot

⁸⁰ Peter RITCHKEN, Options: Theory, Strategy and Applications, Harper Collins Publisher, U.S. , 1987, sf.375.

⁸¹ Berna KIRKULAK, "Risk Yönetimi Açısından Opsiyon Piyasalar ve Avrupa Borsalarından Örnekler", Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, 2001, sf.36.

piyasadan 3 ay sonrası için (Eylül) opsiyon sözleşmesi alabilir. Finans müdürü Eylül ayında 1 \$'ın 1.05 Euro olacağını tahmin ederek ilerdeki kur riskinden kaçınmak için döviz opsiyon sözleşmesi alabilir. Buna göre Eylül ayı Euro kapanış paritesi 0,9486 iken 2 adet Eylül döviz opsiyon sözleşmesi alabilir ve vade tarihinde 4/Euro paritesi 1 olur ise ithalat yapan firma sözleşme başına $1 - 0,9486 = 0,0514 * 250.000 = \$ 12.850$ 'lik zarardan sakınmış olur. Bu şekilde ithalatçı firma kendisini kur riskine karşı opsiyon sözleşmesi ile korumuş olur.

2.4.3 Endeks Opsiyonları ile Riskten Korunma

Endeks opsiyonları başta hisse senedi endeksleri olmak üzere endeks üzerine yazılan opsiyonlardır. Bu opsiyonlar piyasadaki endeksin hareketliliğine bağlı olarak spekülasyon ve/veya riskten korunma amaçlı kullanılabilirler. Endekslerin yapısı sözleşmelere göre değişiklik göstermektedir. Örneğin; Standard and Poors 100 hisse senedi grubundaki hisselerin ağırlıklı ortalamalarını ve mevcut hisselerin piyasadaki değerlerine oransal ağırlıklarını göstermektedir. Yabancı hisse senedi endekslerine dayalı opsiyon sözleşmeleri dünyanın her yerinde alınıp satılmaktadır. Bugün Chicago Merchandise Exchange (CME) 'de 1991 yılında yapılan bir anlaşma ile üç Avrupa hisse senedi endeksi üzerine yazılı opsiyonlarla işlem yapılabilmektedir. Bunlar; İngiltere'de en bilinen Financial Times Share Exchange (FT-SE) 100 endeksi ile İngiltere'nin içinde bulunmadığı 11 Avrupa ülkesini kapsayan FT-SE 100 ile Eurotak 100'ün bileşimi olan Eurotak 200 endeksidir.⁸²

Endeks opsiyonlarında riskten korunmak için endeksin piyasada hisse senetleri yönünde hareket etmesi gerekmektedir. Hisse senetleri ile aynı yönde hareket etmeyen endekslerde risk faktörü daha yüksektir. Endeks ve hisse senedi opsiyonlarında riskten korunmada iki önemli faktör hesaplanır :⁸³

Beta Faktörü : Hisse senetlerinin ve endeksin piyasadaki volatiliteye bağlı duyarlılığını ölçmektedir. Opsiyon sözleşmesine konu olan endeksin betasının 1'e eşit olması söz

⁸² Mustafa K. YILMAZ, Menkul Kıymetler Piyasasında Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar Kullanarak Oluşturulan Bazı Temel Stratejiler, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul , 1995

⁸³ Mustafa K. YILMAZ, Menkul Kıymetler Piyasasında Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar Kullanarak Oluşturulan Bazı Temel Stratejiler, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul , 1995, sf.22.

konusu endeksin hareketliliğinin istikrarını ortaya koyar. Başka bir ifade ile , endeks çok değişken değildir. Endeks, piyasadaki iniş ve çıkışlardan aynı derecede etkilenmiştir. Beta 1 'in üzerine çıkar ise endeks, hisse senetlerinden bağımsız olarak onlardan farklı bir yönde hareket etmektedir ve oldukça hareketlidir. Bu nedenle beta'nın 1'den büyük değer aldığı durumlarda risk yüksektir. Oysa Beta'nın 1'in altında aldığı her değerde endeksin hisse senedi ile aynı yönde hareket ettiği varsayılarak taşınan risk unsurunun az olduğu kabul edilmektedir.

Korelasyon Katsayısı : Betanın endeks ve/veya hisse senedine bağlı olarak yatırım üzerindeki etkisini ölçmeye yöneliktir. Eğer sözleşmeye konu olan finansal aracın korelasyon katsayısı yüksek ise sözleşmeye konu olan finansal aracın volatilitésinin piyasa riskinden oldukça etkilendiği, katsayı düşük ise piyasa riski ile finansal aracın volatilitésinin çok büyük etkileşim içinde olmadığı sonucuna varılabilir. Örneğin, bir yatırımcı endeksin düşmesini beklemektedir ve elinde bulundurduğu portföyün beta değeri de 1'den yüksektir. Başka bir ifade ile riskli yatırım araçlarını portföyünde bulundurmaktadır. Portföyün beta değerinin 1'den yüksek olması aynı zamanda piyasadaki herhangi bir düşme eğiliminde portföy değerinin piyasadan daha fazla düşmesi anlamına da gelmektedir. Ancak yatırımcı endeks üzerine yazılı satım opsiyonu alarak ya da endeks üzerine yazılı alım opsiyonu satarak portföyün beta değerini azaltabilir. Beta değeri düşük olan bir portföyde beta değerini arttırmak için de endeks üzerine yazılı alım opsiyonu alınır, satım opsiyonu satılır.

Bugün pek çok yatırımcının endeks üzerine yazılı opsiyon sözleşmelerini tercih etmesindeki en önemli nedenlerden biri endekslerin hisse senetleri üzerine dayalı olmasıdır.

2.4.4 Faiz Opsiyonları ile Riskten Korunma

Faiz oranı riskinden korunmak isteyen yatırımcılar, faiz oranlarındaki değişikliklere bağlı olarak ileride ortaya çıkabilecek potansiyel kayıplardan korunmak amaçlı faiz oranına dayalı opsiyon sözleşmesi alım – satımı yapabilirler. Genel olarak faiz oranına dayalı opsiyon sözleşmelerinde yatırımcılar gelecekteki faiz oranı

değişikliklerinden kaynaklanacak riskleri minimize etmeye çalışırlar. Başka bir ifade ile, yatırımcı kar elde etmekten ziyade zarar etmemeyi düşünmektedir.

Faiz oranlarının az dalgalandığı dönemlerde basit koruma yöntemleri tercih edilebilir iken, faiz oranlarındaki değişkenliğin ve belirsizliklerin çok sık olduğu dönemlerde vadeli işlemler piyasasındaki finansal araçlar özellikle de opsiyon sözleşmeler kullanılarak risk dağıtılabilir. Opsiyonların özellikle küçük yatırımcılar için çok cazip olması ve risk unsurunu diğer finansal vadeli araçlara göre daha belirgin bir şekilde kısıtlaması faiz oranları üzerine yazılı sözleşmelerde tercih edilmesinin başlıca nedenleri arasındadır.

Bilindiği üzere tahvil fiyatları ile faiz oranları arasında negatif bir ilişki vardır. Faiz oranları arttığında tahvil fiyatları düşmekte, faiz oranları düştüğünde de tahvil fiyatları artmaktadır. Piyasadaki faiz oranlarının yükselmesi veya düşmesi portföyünde tahvil bulunduran yatırımcıyı çok etkileyecektir. Faiz oranının yükselmesi tahvil fiyatlarının düşmesine yol açacağından yatırımcı bu kayıptan korunmak amacı ile faiz opsiyonu alabilir. Ancak burada ileride olması öngörülen gelişme faiz oranının yükseleceği yönündedir. Bu öngörme kesin olmamakla birlikte faiz oranlarında olası bir yükselme olması halinde yatırımcının bu gelişmeden kendini nasıl koruyabileceğine yöneliktir. Böylesi bir durumda yatırımcının faiz oranı opsiyon sözleşmesi olarak riskten kendini koruması öngörülmüştür.

III.BÖLÜM TARIMSAL ÜRÜNLERE DAYALI VADELİ İŞLEM BORSALARI

Tarımsal ürünlerin ve finansal araçların gerek ülke ekonomisinde ve uluslar arası ticarete gittikçe artan önem kazanması, gerekse bunların arz ve talebinde zaman içinde ortaya çıkan dengesizlikleri ve fiyat dalgalanmalarını kontrol altına alma ihtiyacı klasik ticaret borsalarının yanısıra vadeli işlem borsalarının önemini arttırmıştır. Bunun sonucu dünyanın pek çok ülkesinde son derece değişik ürünler üzerinde vadeli işlem borsalarının kurulduğu ve faaliyetlerine devam ettiği görülmektedir. Bunlardan bazılarını örnek vermek gerekirse : ⁸⁴

The Chicago Board of Trade : Buğday, mısır, yulaf, soya fasulyesi, soya fasulyesi unu ve yağı

The Board of Trade of Kansas City Missouri : Kışlık buğday

Minneapolis Grain Exchange : Yazlık buğday

The London Grain Futures Market Limited : Buğday, arpa

The Hong Kong Commodity Exchange Limited : Soya fasulyesi, pamuk, şeker

The Paris International Futures Market : Kahve, şeker.

Vadeli işlem piyasalarında bir tarımsal ürünün işlem görebilmesi için birtakım kriterler sıralanabilir:

- Devletin tarımsal ürün fiyatlarındaki istikrarı sağlamak için piyasalara müdahale gereği duyması,
- Rekabete dayalı bir piyasanın olması,
- Malın arz hacmini geniş olması,
- Malın ticaretinde borsa geleneğinin olması,
- Malın alıcılarının sürekli olması ve futures işleme ihtiyaç duymaları,
- Malın yeterince standardize edilmiş olması.

⁸⁴ CBOT, The Ifr Handbook of World Stock and Commodity Exchanges, USA, 1996, sf.633

Tarımsal ürünlerde talebin sürekli, arzın ise doğal koşullara bağımlılığı nedeniyle kesikli olması yüzünden normal piyasa şartlarında piyasa istikrarı sağlanamamaktadır. Bu nedenle tarımsal ürünlerde yıl içerisinde aşırı fiyat dalgalanmaları sözkonusu olmaktadır. Bu dalgalanmalardan üreticinin zarar görmesini önlemek amacıyla devletin taban fiyat uygulaması ve ürün bazında çeşitli kurumlar aracılığı ile müdahalesi söz konusu olmaktadır. Ayrıca mali yardım politikası adı altında piyasa fiyatına müdahale etmeden belirli bir fiyat saptanarak piyasa fiyatı ile bu fark arasındaki fark üreticiye mali yardım olarak ödenmektedir. Aynı zamanda tüketiciyi de korumaya yönelik olan bu politika devleti yük altına soktuğundan ancak gelişmiş ülkelerde ve az sayıda tarımsal üründe uygulanabilmektedir. Ülkemizde ise üreticiye yönelik olan taban fiyat uygulaması uygulanmaktadır.

Vadeli işlem piyasalarının destekleme politikalarına bir alternatif olarak görülmesi ile üretici ve tüccar piyasa ile ilgili edinecekleri sağlıklı bilgiler ile tarımsal ürün piyasalarında fiyatların fazla dalgalanmadan oluşumuna imkan sağlayacaklardır.⁸⁵

Vadeli işlem piyasalarında işlem görecektür ürünlerin serbest rekabete açık olması alıcı ve satıcı açısından tekel oluşturulmamış olması gerekmektedir. Ancak bu şekilde ürünün gerçek spot ve futures fiyatı belirlenebilecektir.

Vadeli işlem piyasalarında ticareti yapılacak ürünün arz hacminin piyasada rol oynayan gerek hedgerler gerek arbitrajcılar gerekse spekülörlerin ilgisini çekecek oranda yeterli olması gerekmektedir. Vadeli işlem piyasalarında işlem görecektür olan ürünler için yerleşik bir borsa geleneğinin olması tek bir fiyat oluşumu ile de büyük önem taşımaktadır.

Spot piyasadaki fiyat dalgalanmalarının fazla olması vadeli işlem piyasalarının oluşturulmasında etken olmaktadır. Bunun yanında sözkonusu ürünlerin alıcı ve satıcılarının devamlılık arzemesi gerekmektedir.

Ülkemizde henüz uygulama aşamasına gelinecek vadeli işlem borsaları Osmanlı İmparatorluğunda borsa işlemlerinin başlamasıyla birlikte uygulama alanı bulmuş, çıkarılan tüzüklerde bununla ilgili hükümlere ve kurallara geniş yer verilmiştir. Osmanlı borsasının ilk resmi tüzüğü kabul edilen 1873 tarihli Dersaadet Tahvilat Borsası

⁸⁵ Yücel AKOVA, Ticaret Borsaları Futures Piyasalar ve Futures Piyasaların Türkiye’de Tarımsal Ürünler Uygulanabilirliği, İGEME, Ankara, 1995 ,sf.20

tüzüğünün beşinci bölümünün 31-45 maddelerinde vadeli işlemler ile ilgili hükümler yer almaktadır.⁸⁶

Türkiye’de tarımsal ürünlerin satışları çoğunlukla, özel alıcı ve satıcılar tarafından fiyatları satış sırasında pazarlık usulü ile belirlenerek veya kamu kurumları ile çiftçiler arasında önceden belirlenmiş resmi fiyatlarla gerçekleşir.

Fiyat oluşumunda satışların ürün borsalarında gerçekleştirilebilmesi hem alım satım maliyeti hem de alım satım fiyatını etkileyecektir. Bu tür piyasalardaki fiyat oluşumu piyasanın gerçek durumunu yansıtacağından alıcı ve satıcı açısından daha gerçekçi bir fiyat oluşumu sağlanabilecektir.

Vadeli işlem piyasalarının gelişmediği bir ortamda tarım ürünü fiyatlarında istikrar sağlamak için devlet müdahalesi, yapıldığı birçok ülkede uygulanan bir politika olarak göze çarpmaktadır. Türkiye’de tarımı destekleme politikası her zaman güncelliğini korumuştur. Ancak destekleme politikalarının ekonomik dengeler üzerine yaptığı baskılar nedeniyle son yıllarda tarım ürünlerinde piyasa mekanizması çerçevesinde fiyat istikrarı sağlamak amacıyla vadeli işlem piyasalarının kurulması tartışması başlamış ve bu konuda yasal çeşitli düzenlemelere gidilmiştir.

Ülkemizde destekleme kapsamına alınan ürünlerin bir kısmı belli dönemlerde destekleme dışı tutulmuştur. Sürekli olarak en fazla destekleme kapsamına alınan ve taban fiyat belirlenen ürünler buğday, arpa, çavdar, pamuk, tütün, şeker pancarı, fındık, ayçiçeği, çekirdeksiz kuru üzüm, haşhaş kapsülü olmuştur. Bu ürünlerden buğday, arpa, çavdar ve haşhaş kapsülü Toprak Mahsulleri Ofisi aracılığıyla, pamuk Tariş, Antbirlik ve Çukobirlik aracılığıyla, fındık Fiskobirlik aracılığıyla, tütün Tekel Genel Müdürlüğü aracılığıyla, çekirdeksiz kuru üzüm ise Tariş aracılığıyla destekleme alımlarına tabi tutulmuştur(Tablo 5 Toplam üretim ve destekleme alım miktarları).

⁸⁶ Azmi FERTEKLİGİL, Türkiye’de Borsanın Tarihçesi , İMKB, No:3, Mart 1993, sf.60

TABLO 5: Tarımsal ürünlerin üretimi ve destekleme alım miktarları (1000 ton)

YILLAR	BUĞDAY		PAMUK		TÜTÜN	
	Üretim	Destekleme alımları	Üretim	Destekleme alımları	Üretim	Destekleme alımları
2000	20000	5159	655	0	296	184
2001	20400	4453	537	179	241	193
2002	19300	2452	574	278	322	152
2003	21000	2700	580	0	334	232

Kaynak : Toprak Mahsulleri Ofisi Resmi İnternet Sitesi “Ana Statü, Yayın No : 204” <<http://www.tmo.org.tr>> (Erişim:11.02.2004)

Yukarıda açıklanan vadeli işlem piyasaları oluşmasındaki geçerli kriterlere en uygun olabilecek ürünlere baktığımızda buğday, pamuk, ayçiçeği, fındık ve kuru üzümü görüyoruz. Bu ürünlerin her biri Türkiye’de uzun yıllardan beri üretimi ve tüketimi sürekli yapılan ürünlerdir. Bu ürünlerin üreticileri ülkenin birçok yerine dağılmış bulunan ve birçoğu küçük aile işletmeleri şeklinde üretimde bulunan çiftçiler olup sayıları oldukça fazladır. Söz konusu ürünler malın yeterince standardize olması kriterine de uygun bulunmaktadır. Türk Standartları Enstitüsünce hazırlanmış ve Uluslar arası Standardizasyon Teşkilatı (ISO)’na istenen normlara uygun uluslar arası geçerliliği olan standartlar bu ürünler için mevcuttur. Bu standartlar ülkemizdeki borsalarda baz alınarak uygulanmaktadır. Bu ürünlerde vadeli işlem borsalarının kurulması fiyatlarının gerçek değerlerinin belirlenmesi ve üretim planlaması açısından faydalı olacaktır.

Dünyada tarım ürünlerinin işlem gördüğü borsalarda yapısal değişim bütün hızı ile devam etmektedir. Bu değişim özellikle kalkınmış ülkelerde görülmekte ve ürün bazında çok ürünlü borsacılıktan bir veya birkaç ürünün satıldığı ihtisas borsacılığına, işlem bazında ise futures piyasalara geçiş şeklinde kendini göstermektedir. Bu gelişimin ülkemizde de sağlanabilmesi için alt yapısı sağlamlaştırılmış ülke açısından önem arzeden buğday, arpa, pamuk, fındık gibi ürünlerde futures işlemlerinin de yapılabileceği ihtisas borsalarına geçişin sağlanması gerekli görülmüştür.

Vadeli işlem piyasalarının kuruluşunda ve düzenlenmesinde yetkili kişilerin şu hususları dikkate aldıkları görülmektedir : ⁸⁷

- Piyasalardaki otomasyon ve söz konusu ülkedeki iletişim teknolojisinin gelişmişlik derecesi.
- Ülkedeki özellikle kredi ve sermaye piyasalarında iyi işleyen bir mali sistem ve gelişme düzeyi olması.
- Verimli bir ticaret sistemi.
- Türev ürün işlemlerinin spot piyasalar üzerindeki olumlu baskısı.
- Yabancı yatırımcıların spekülâtif talepleri.
- İyi işleyen bir piyasa gözetim sisteminin varlığı.
- Verimli bir takas ve ödeme sistemi.
- Yürürlükte bulunan sistemde düzenleyici ve kontrol edici boşlukların yok edilmesi.
- Türev araçlar için iyi tanzim edilmiş muhasebe ve denetleme standartlarının tespit edilmesi.
- Türev işlemlerden sorumlu tek bir kontrol mercii belirlenmesi ve bu yetkililerin teknik imkanlarının sağlanması.
- Farklı piyasa kullanıcıları (çiftçiler, kooperatifler, borsa işlemcileri, sanayici, ihracatçı, ithalatçı, finansal kuruluşlar, profesyonel spekülâtorler, fon yöneticileri) ve özellikle kontrol işi yapanların mevcut bilgilerini arttırmak ve geliştirmek için eğitim programları yapılması.

⁸⁷ Sevdil D. YILDIRIM, Risk Management Through Future Markets in Agricultural Sector and Evaluations for Turkey , SPK Yayın No : 88, August 1977, sf.76

3.1 TARIMSAL ÜRÜNLERDE FİYAT OLUŞUMU

3.1.1 Örümcek Ağı Teorisi

Birçok ürünün fiyatları ve üretim miktarları uzun zaman dilimlerinde dalgalanmalar gösterir. Fiyatların aşağı ve yukarı dalgalanmalarına karşılık üretim miktarları da bu dalgalanmalara karşılık verir. Özellikle de tarım ürünlerinde karşımıza çıkan bu dalgalanmaları “cobweb theorem” ile açıklamak mümkündür. Tarım kesiminde arzın fiyat veya herhangi bir nedenle talepteki değişime uyumu belirli bir süreyi gerektirebilir. Tarımsal ürünlerin üretimi büyük ölçüde iklim ve çevre koşullarına bağlıdır ve bu nedenle tarımsal üretim süreklilik göstermez. Tarımsal ürünlerin fiyatlarının saptanmasında, bir dönemden diğerine dalgalanmalar görülebilir. Bu tip fiyat dalgalanmaları: ya dengeye yöneliktir, ya dengeden uzaklaşır ya da sabittir.⁸⁸

Örümcek Ağı Teoremi’ne göre bu yıl üretilecek tarımsal ürün miktarı bir önceki sene üretilen ürünün fiyatının fonksiyonu şeklindedir :⁸⁹

$$Q_s(t) = \alpha + \beta P(t-1) \text{ Tarımsal ürünün arz fonksiyonu} \quad (1)$$

$$Q_d(t) = \gamma + \delta P(t) \text{ Tarımsal ürünün talep fonksiyonu} \quad (2)$$

Tarımsal ürünün piyasa denge fiyatı $Q_s(t)$ (arz) ile $Q_d(t)$ (talep) fonksiyonlarının eşitliğini sağlayan fiyattır.

$$Q_s(t) = Q_d(t) \quad (3)$$

$$Q_s(t) = \alpha + \beta P(t-1) = \gamma + \delta P(t) = Q_d(t) \quad (3a)$$

Arz eğrisinin eğitimi, β , pozitif bir sayıdır (fiyatlar arttıkça üreticiler daha çok üretmek isteyeceklerdir). Talep eğrisinin eğimi, δ , negatif bir sayıdır (fiyatlar arttıkça tüketiciler daha az talep edeceklerdir). Eşitlik 3a’yı tekrar yazmak istersek,

$$\alpha + \beta P(t-1) = \gamma - \delta P(t)$$

$$P(t) = (\gamma - \alpha) / \delta - (\beta / \delta) * P(t-1) \quad \text{*çarpma işlemi}$$

$$1. \text{ yıl için, } t=1, P(1) = (\gamma - \alpha) / \delta - (\beta / \delta) * P(0)$$

⁸⁸ Rona TURANLI, Mikroekonomik Analiz, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1991, sf.275

⁸⁹ Roger LeRoy MILLER, Roger E. MEINERS, Intermediate Microeconomics, 3rd edition, New York : MC Graw-Hill, 1986, sf.628-629

2.yıl için, $t=2$, $P(2) = (\gamma-\alpha)/\delta - (\beta/\delta)*P(1)$, $P(1)$ yerine bir önceki işlemde elde ettiğimiz eşitliği yazarsak,

$$P(2) = (\gamma-\alpha)/\delta - (\beta/\delta)*[(\gamma-\alpha)/\delta - (\beta/\delta)P(0)]$$

$$P(2) = (\gamma-\alpha)/\delta - (\beta/\delta)*(\gamma-\alpha)/\delta - (\beta/\delta)^2.P(0), \quad \wedge: \text{üç işlemi}$$

$$P(2) = (\gamma-\alpha)/\delta * [1 - (\beta/\delta)] - (\beta/\delta)^2.P(0)$$

Formülü genelleştirmek istersek,

$$P(t) = [(\gamma-\alpha)/(\delta/\beta)] * [1 - (\beta/\delta)^t] - (\beta/\delta)^t.P(0)$$

Eğer arz eğrisi ve talep eğrisi eğimleri mutlak değer olarak birbirlerine eşitse,

$$P(t) = [(\gamma-\alpha)/(\delta+\beta)] * [1 - (-1)^t] + (-1)^t.P(0)$$

Eğer t , sıfır veya çift bir sayı olursa, $P(t) = (-1)^t.P(0) = P(0)$

Eğer t tek sayı ise, $P(t) = [(\gamma-\alpha)/(\delta/\beta)] * [1 + 1] - P(0) = 2[(\gamma-\alpha)/(\delta/\beta)] - P(0)$

3.1.1.1 Dengeye Dönük Dalgalanma

Tarımsal ürünlerin talebine göre arz daha az fiyat esnekliğine sahipse dalgalanma uzun dönemde piyasayı istikrara ulaştırabilir.

Talebin fiyat esnekliği, öteki bütün koşullar veri iken (ceterus paribus), malın fiyatındaki değişimi ile o malın talebindeki değişiklik arasındaki ilişkidir. Bir malın fiyatındaki nisbi bir değişikliğin, o malın talep edilen miktarındaki nisbi bir değişikliğe oranına malın talebinin fiyat esnekliği denir.⁹⁰Bu tanımla formülle açıklamak istersek:

$$\eta(d,p) = \text{Talep miktarındaki \% değişim} / \text{Fiyattaki \% değişim} = \Delta Q\% / \Delta P\%$$

$$\eta(d,p) = (\Delta Q/Q) * (\Delta P/P) = (\Delta Q/\Delta P) * (P/Q) \quad (4a)$$

4a eşitliğinde $(\Delta Q/\Delta P)$ ifadesi bize 2 nolu eşitlikteki talep fonksiyonun eğiminin tersini, $1/\delta$, verir. δ , negatif bir sayıdır, 4a'yı tekrar yazmak istersek;

$$\eta(d,p) = (-1/\delta) * (P/Q) \quad (4b)$$

⁹⁰ Rona TURANLI, Mikroekonomik Analiz, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1991, sf.116

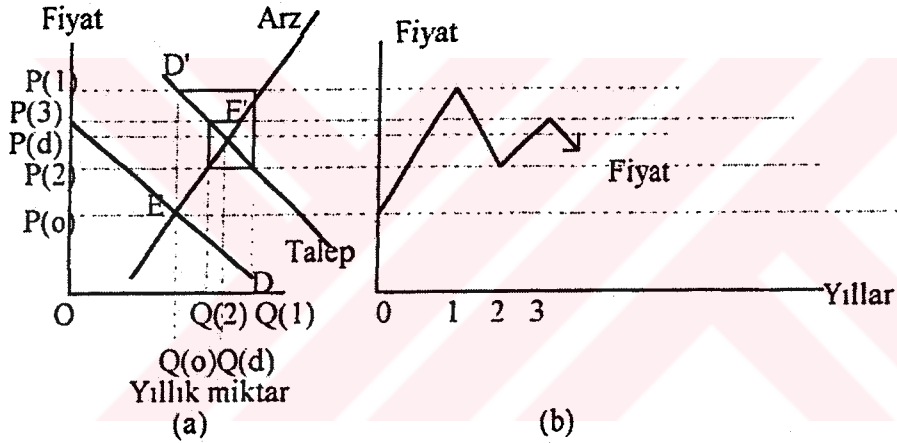
4b eşitliği bize talebin fiyat esnekliğinin negatif bir sayı olacağını göstermektedir.

Statik arz esnekliği, belirli bir malın, belirli bir piyasada belirli bir fiyat düzeyine göre, fiilen üretimine olanak vermeyen çok kısa bir dönemde, fiyatlardaki nisbi değişimine oranlanmasıdır, böylece elde edilen değere de arz esnekliğinin katsayısı denir.⁹¹

$$\eta(s,p) = \text{Arz edilen miktardaki \% değişim} / \text{Fiyattaki \% değişim} = \Delta Q\% / \Delta P\%$$

$$\eta(s,p) = (\Delta Q/Q) * (\Delta P/P) = (\Delta Q/\Delta Q) * (P/Q)$$

ŞEKİL 3 : KAPANAN COBWEB (ÖRÜMCEK AĞI) TEOREMİ



Kaynak : Rona TURANLI, Mikroekonomik Analiz, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1991, sf.277.

Yukarıdaki şeklinin , (a) diyagramında görüldüğü gibi, tarımsal ürün talep eğrisi, D, uzun dönem tarımsal ürün arz eğrisini E denge noktasında kessin. Böylece P(0) denge fiyatında Q(0) miktar tarımsal ürün mübadelesi gerçekleşmektedir. Herhangi bir nedenle D talep eğrisi yukarı doğru bütünüyle yer değiştirsin. Yeni talep eğrisi D oldu. Kısa dönemde talep eğrisinde oluşan talep artışına arz eğrisi kısa dönemde uyum sağlayamayacaktır. Talebin artması ile üreticiler ancak gelecek dönemdeki ekim mevsiminde üretimi arttırabileceklerdir. Bu halde gelecek hasat dönemine dek eldeki

⁹¹ Rona TURANLI, Mikroekonomik Analiz, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1991, sf.242

$Q(0)$ kadar stok, ancak $P(1)$ fiyatıyla yeni talep düzeyini karşılayacaktır. Bu ise istikrarlı denge fiyatı olan $P(d)$ 'dan yüksektir.

- Fiyatın aşırı yükseldiğini gören üreticiler, gelecek dönem için $P(1)$ fiyatına karşılık gelen $Q(1)$ miktarını, yani denge miktarı olan $Q(d)$ 'dan daha çok bir üretim miktarını gerçekleştireceklerdir.
- Bu dönemde $Q(1)$ miktarı fiyatın ancak $P(2)$ düzeyine düşmesi ile talep bulabilecektir. Bu durumda üreticiler, beklediklerinin altında bir fiyatla karşılaştıklarından 2.hasat dönemi için ekim alanlarını, $P(2)$ fiyatına karşılık gelen $Q(2)$ üretim düzeyine azaltacaklardır.

Görüldüğü gibi dönemden döneme istikrarlı denge fiyatı olan $P(d)$ 'a yaklaşmak üzere fiyatlar dalgalanmaya uğramaktadır. Şekil 3 , (b) diagramında dengeye yönelik bu fiyat dalgalanması açık bir şekilde görülmektedir. (a) diagramında görülen ve örümcek ağına benzeyen bu ilginç şekle bu yüzden “kapanan örümcek ağı” denmektedir.⁹²

3.1.1.2 Dengeden Uzaklaşan Dalgalanma

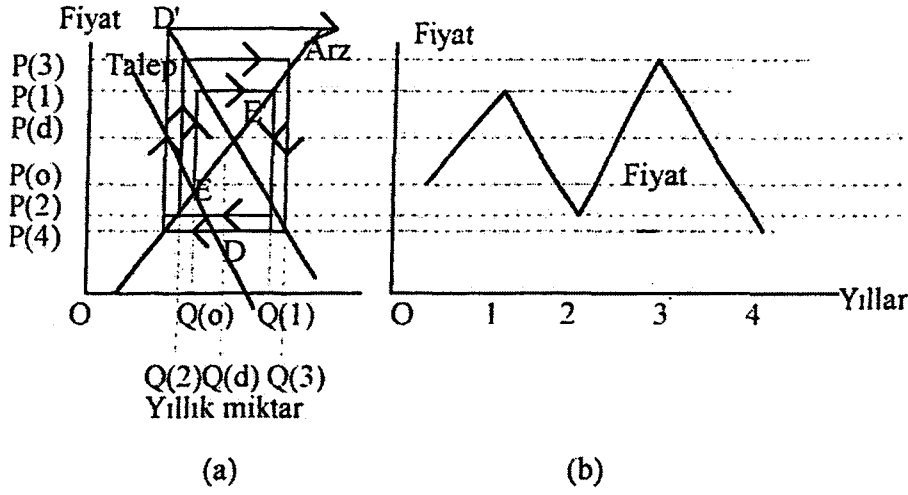
Talebe göre tarımsal ürün arzının esnekliği daha yüksekse uzun dönemde piyasa dengesi istikrarsız bir durum alacaktır. Arzın talebe göre esnek olması, bir hasat döneminden ötekine talebin yer değiştirmesi ile oluşan fiyatları beklenen denge fiyatından, $P(0)$ sürekli uzaklaşacaktır.⁹³

Aşağıdaki şekil 4(a) da bu durum görülmektedir. Başlangıçta piyasada $P(0)$ denge fiyatından $Q(0)$ kadar tarımsal ürün mübadele edilmekteyken (denge noktası,E), talebin (D) bütünüyle sağa yukarı yer değiştirmesi (artması) sonucu, yeni talep eğrisinin (D) arz eğrisi ile kesiştiği E noktasına tekabül eden $P(d)$ denge fiyatına ulaşamamaktadır. (b) diyagramında ise fiyat dalgalanmasının nasıl giderek açıldığı yani dengeden uzaklaştığı görülmektedir.

⁹² Rona TURANLI, Mikroekonomik Analiz, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1991,sf 275-277

⁹³ TURANLI, agm, sf.277-278.

ŞEKİL 4 : AÇILAN ÖRÜMCEK AĞI TEOREMİ



Kaynak : Rona TURANLI, Mikroekonomik Analiz, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1991, sf.278.

3.1.1.3 Sürekli Dalgalanma

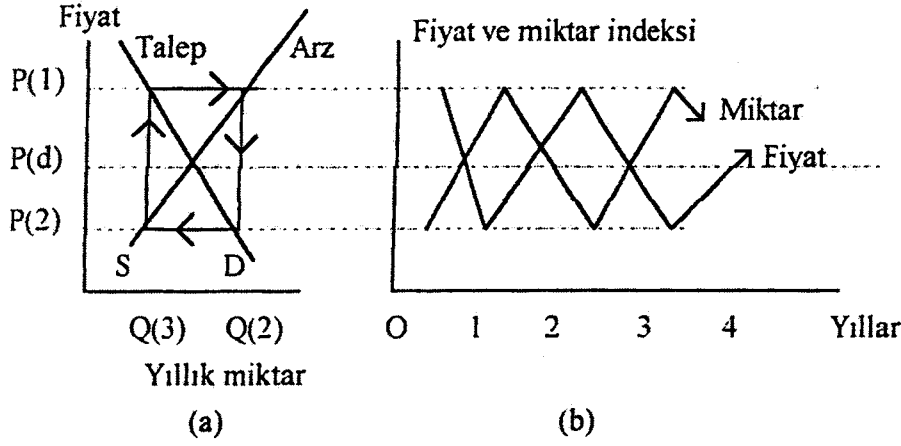
Kısa dönem talep eğrisi ile uzun dönem arz eğrisinin esnekliklerinin aynı olması halinde fiyatlardaki dalgalanma süreklilik kazanacak ve hiçbir zaman denge fiyatına ulaşamayacaktır.⁹⁴

Şekil 5(a)da 1.yıl fiyatı $P(1)$, 2.yıl üretim miktarı $Q(2)$ olsun. Fakat 2.yılda $Q(2)$ miktarını satmak için piyasada fiyatlar $P(2)$ 'ye düşecektir. 3.yıl için üretilecek miktar, $Q(3)$, $P(2)$ 'nin fonksiyonu olacaktır ve $Q(3)$ $P(1)$ 'den satılacaktır. Bu süreç böylece devam edecektir. Şekil 5 (b)'de fiyatların $P(1)$ ve $P(2)$ arasında, miktarların da $Q(2)$ ve $Q(3)$ arasında bir örümcek ağına benzeyen dalgalanmalar gösterdiğini görüyoruz; buradaki varsayım arz ve talep doğrularının eğimlerinin mutlak değerleri aynıdır.⁹⁵

⁹⁴ Rona TURANLI, Mikroekonomik Analiz, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1991, sf.278

⁹⁵ Roger LeRoy MILLER, Roger E. MEINERS , Intermediate Microeconomics, 3rd edition, New York : MC Graw-Hill, 1986, sf.40-42

ŞEKİL 5 : SÜREKLİ DALGALANAN COBWEB (ÖRÜMCEK AĞI) TEOREMİ



Kaynak : Roger Leroy MILLER, Roger E. MEINERS , Intermediate Microeconomics, 3rd edition, New York : MC Graw-Hill, 1986 , sf.42

3.1.2 Tarımsal Ürünleri Destekleme Politikaları

Tarımsal ürünlerde fiyat yoluyla destekleme modeli destekleme alımları ve garanti fiyatlarıyla alımlar şeklinde uygulanır. Destekleme alımlarında Devlet veya Devlet adına görevlendirilen Tarım Satış Kooperatifleri alıcı sıfatlarıyla piyasaya girerek talebi yükseltir, fiyatların hedeflenen düzeyin altına inmesini önler. Burada destekleme geçici veya sürekli olabilir. Garanti fiyatlarla alımlar Devletin veya görevli kurumun, üreticinin arzedeceği ürünün tespit edilen garanti fiyatla almasıdır. Üretici bu fiyatı yetersiz bulduğunda ve serbest piyasa fiyatı garanti fiyatlarının üstünde olduğunda ürünü serbest piyasada pazarlamayı tercih eder. Burada söz edilen destekleme süreklilik arzeder.

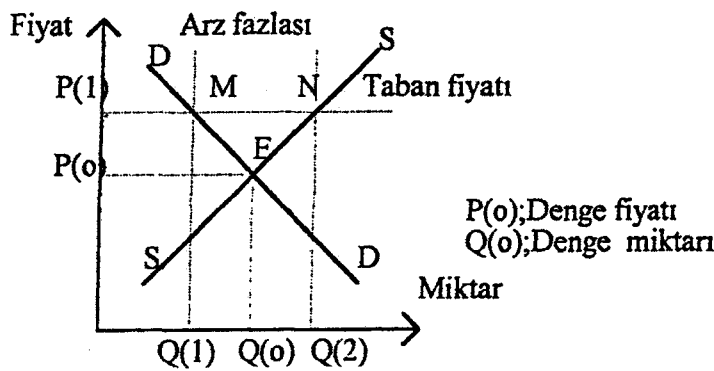
Doğa koşullarına bağlı olan tarım kesiminde istikrarsızlık söz konusu olduğundan üretici ve buna bağlı olarak tüketicilerin (tarımsal ürünü hammadde olarak kullanan sanayiciler)de zarar görmemesi için Devlet tarımsal ürün fiyatlarına müdahalede bulunmaktadır.⁹⁶

⁹⁶ Rona TURANLI, Mikroekonomik Analiz, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1991, sf.289

3.1.2.1 Taban Fiyatı

Özellikle tarımsal ürünlerin bol olduğu dönemlerde, “bolluk paradoksu”na uygun olarak piyasada oluşan ürün fiyat, üreticilerin gelirlerini azaltıcı yöndedir. Devlet, bir yandan üreticiyi korumak, diğer yandan da tarımsal ürünlerin üretim miktarını belli bir düzeyde tutma endişesi ile daha düşük fiyattan satılmasını engellemeye yönelik bir fiyat saptar. Saptanan bu fiyata taban fiyatı adı verilir.⁹⁷ Devlet tarımsal ürünleri belirlediği minimum fiyattan (taban fiyatı, price floor) almayı garanti eder. Aşağıdaki şekil 6 da serbest piyasa dengesi E noktasında $P(0)$ denge fiyatı ve $Q(0)$ denge ürün miktarı ile oluşur. Eğer devlet üreticiyi korumak için taban fiyatı politikası uygularsa (taban fiyatı $P(1)$), bu durumda üretim miktarı $Q(2)$ ve buna karşılık olarak da tarımsal ürünün talep miktarı da $Q(1)$ olur. Taban fiyatı politikası ile oluşan arz miktarı serbest piyasa koşullarında oluşacak denge üretim miktarı $Q(0)$ 'dan yüksek talep miktarı ise düşük olacaktır. Arz ile talep arasında $Q(1)Q(2)$ kadar bir açık oluşacaktır. Bu fazlalık devlet tarafından alınmazsa özel sektörün eline geçecektir veya tohum için kullanılacaktır. Devlet, stoğu alması durumunda ya stoklamayı (fazla üretim değirmenlerde veya Devlet silolarında depolanır) veya satmayı tercih edecektir. Devlet o halde $Q(1)MNQ(2)$ alanına eşit değerde bir ödemede bulunarak tarımsal ürünün $Q(1)Q(2)$ kadarını $P(1)$ fiyatından satın alacaktır.⁹⁸

ŞEKİL 6 : DEVLETİN TABAN FİYATI UYGULAMASI



Kaynak : Metin GÜRLER, “Vadeli İşlemler Borsasının Türk Tarım Sektöründe Belli Başlı Ürünlerde Uygulanabilirliği”, Marmara Üniversitesi, İstanbul, 1999, sf.53

⁹⁷ Rona TURANLI, Mikroekonomik Analiz, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1991, sf.280

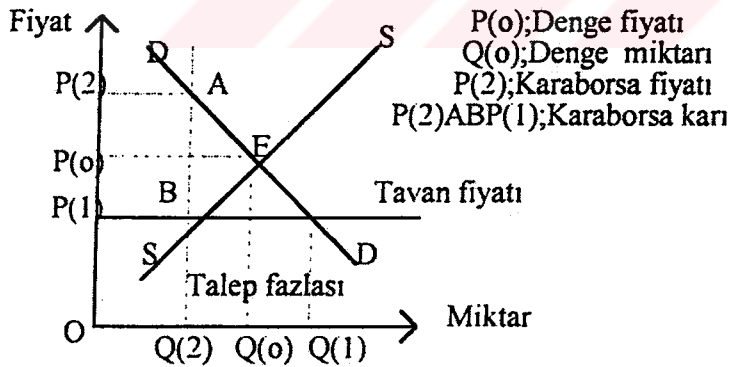
⁹⁸ Metin GÜRLER, “Vadeli İşlemler Borsasının Türk Tarım Sektöründe Belli Başlı Ürünlerde Uygulanabilirliği”, Marmara Üniversitesi, İstanbul, 1999, sf.53

3.1.2.2 Tavan Fiyatı

Özellikle kıtlık ve savaş dönemlerinde, tüketicilerin varlıklarını korumaları için alınan ekonomik politikalardan birisi de taban fiyatı politikasıdır. Devlet, kıtlık ve savaş gibi durumlarda, tüketiciler için buğday gibi önemli gıda maddelerinin fiyatlarının bir üst sınırını saptayarak, ürünlerin çok yüksek fiyatlardan satılmasını engelleyebilir.⁹⁹ Sabit veya dondurulmuş fiyat olarak da adlandırılan üreticilerin ürünlerini satabileceği mümkün olan maksimum fiyat çoğu zaman tavan fiyatı olarak adlandırılır. Taban fiyatı politikası üreticiyi korurken tavan fiyat politikası da tüketiciyi korumaya yöneliktir. Aşağıdaki şekilde denge fiyatı $P(0)$ 'dir. Eğer tavan fiyatı $P(1)$ 'de kurulursa talep edilen miktar $Q(1)$ 'e yükselecektir. Arz edilen miktar ise $Q(2)$ 'ye düşecektir. Gerçek değiş tokuşa konu olacak miktar $Q(2)$ 'dir. Talep fazlası $Q(1)Q(2)$ 'dir. Arz edilen bütün $Q(2)$ kara borsada satılırsa tüketici $P(2)$ fiyatı ödeyecektir.

Karaborsacıların eline geçen gelir Şekil 7'de $P(2)AQ(2)O$ dörtgeni ile gösterilmiştir. $P(2)ABP(1)$ alanı ise tavan fiyatından $P(1)$ alıp karaborsada $P(2)$ 'den satanların karını göstermektedir.¹⁰⁰

ŞEKİL 7 : DEVLETİN TAVAN FİYATI UYGULAMASI VE KARABORSA OLUŞMASI



Kaynak : Richard LIPSEY, Peter O. STENIER & Douglas D. PURVIS, Economics, 8th edition, New York: Harper ve Pow Publishers, 1987, sf.99-100

⁹⁹ Rona TURANLI, Mikroekonomik Analiz, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1991, sf.291

¹⁰⁰ Richard LIPSEY, Peter O. STENIER & Douglas D. PURVIS, Economics, 8th edition, New York: Harper ve Pow Publishers, 1987, sf.99-100

3.1.2.3 Prim Sistemi

Prim sisteminin esası piyasanın kendi kurallarına göre teşekkül etmesini sağlamak, piyasa ekonomisi kurallarını işletmek ve devletin ekonomideki varlığını küçültmektir.¹⁰¹

Prim sisteminde üreticiye, ortalama alım kalitesinin üzerindeki her ürün için ek prim verilmekte yani ortalama kalitedeki ürünün pazar fiyatı ile hedef fiyatı arasındaki kalan fark prim olarak ödenmektedir. Bu uygulama ile tüccar ve sanayici dünya fiyatlarından hammadde elde etme olanağı bulabilmektedir. Böylece prim sistemi ile hem üreticinin, hem sanayicinin hem de ihracatçının çıkarları korunmaktadır. Belge düzenini de beraberinde getiren bu sistem sayesinde kayıtdışı ekonomiyi denetim altına almada da başarılı olmaktadır.

Prim sisteminin uygulandığı tarımsal ürünü hammadde olarak kullanan sanayici bu sistem sayesinde hammaddeyi dünya fiyatlarının altında satın almaktadır. Tarımsal ürünü üretenler ise üretim maliyetleri dünya fiyatlarının üzerine çıktığı zaman devlet tarafından prim yoluyla desteklenmektedir.

Bu sistemde dikkat edilmesi gereken en önemli konu ise tarımsal ürünü hammadde olarak kullanan sanayicilerin bir spekülâtör gibi davranarak ürüne olan talebi azaltması ve fiyatları düşürmek istemesidir. Bu yolla fiyatlar gerçekten sanayicilerin istediği gibi düşebilir fakat daha erken davranana tüccarlar düşük fiyattan iç piyasadan alabilecekleri bu ürünü ihraç edebilirler. Bu ise hammadde sıkıntısına yol açabilir ve suni olarak düşen hammadde fiyatları bu sefer de çok yüksek fiyatlara çıkabilir, bunun sonucunda da ithalat artabilir.¹⁰²

3.2 TARIMSAL ÜRÜNLERDE FUTURES PIYASALARIN İŞLEYİŞİ

3.2.1 Alış ve Satış

Futures piyasalarda alış ve satışlar pit adı verilen küçük anfiyatrolara benzeyen yerlerde yapılmaktadır. Bu yerler çukur olarak isimlendirilmektedir. Borsa üyelerinin temsilcileri bu çukurlarda yüksek sesli pazarlık usulü (open-outcry) ile fiyatları tespit

¹⁰¹ İSTANBUL TİC. ODASI, Türk Tarımında Pamuğun Yeri ve Önemi, İstanbul, 1996, sf.31

¹⁰² İSTANBUL TİC. ODASI, agm, sf.32

ederek alış ve satışta bulunurlar. Genellikle her bir çukurda belirli bir sözleşme alınır ve satılır. Burada alıcı ve satıcı yüzyüze olup, belirli el kol işaretleri ve ifadeleri kullanırlar. Alıcı ve satıcı adına borsa üyelerinin temsilcileri bu işlemleri gerçekleştirirler.

3.2.2 Futures Hesabı Açılması

Herhangi bir mal veya mali araç üzerinde nerede ve kimin aracılığı ile işlem yapılacağı kararlaştırıldıktan sonra bu borsalarda faaliyet gösteren bir aracı kurum (borsa üyesi kuruluş) ile müşterisi arasında hesap sözleşmesi (account agreement) imzalanır ve böylece aracı kurum nezdinde hesap açılmış olur. İmzalanan bu sözleşme ile her iki tarafın yükümlülük ve sorumlulukları ile anlaşmazlık halinde izlenecek prosedür belirlenir. Gerek alıcı gerekse satıcı futures sözleşme yapmak isteyen kişi ya da kuruluş futures hesabı açtırmak zorundadır.

3.2.3 Emrin Verilmesi

Bir müşterinin futures piyasasında alım veya satım işlemine girmesi, aracı kuruma verdiği emirle başlar. Emrin ayrıntılarını içeren emir fişinde istenenin alım veya satım sözleşmesi olduğu, hangi sözleşmelerden kaç tane istendiği, emrin yerine getirileceği fiyat ve fiyat aralığı ve emrin ne kadar süreyle geçerli kalacağı belirtilmektedir. Emir, verilir verilmez telefon veya kompüterize emir giriş sistemi ile aracı kurumun işlem salonundaki yerine iletilir. Daha sonra emir, müşteriye önce sözlü olarak daha sonra da yazılı bir şekilde teyid edilmektedir. Emir verilirken müşteri başlangıç teminatını aracı kurumun hesabına yatırır.

3.2.4 Emirler

Başlıca emirler aşağıdaki gibidir :¹⁰³

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

Sınırlı Emirler: Bu tür emirlerde alıcının satın almaya hazır olduğu en yüksek fiyatla satıcının satmaya razı olduğu en düşük fiyat belirtilmektedir.

Stop Emirler: Piyasa fiyatları belirli bir düzeye ulaştığında satın al veya sat emri şeklinde uygulanırlar. Piyasa belirlenen fiyata vardığında emir artık piyasa fiyatıyla

¹⁰³ Berna ÖZDİLEK, “Tarımsal Ürünler Dayalı Vadeli İşlemlerin Tarım Politikası Üzerine Etkileri”, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, 1998, sf.20.

alım veya satım emri haline gelmektedir. Bu emirler borsada bir pozisyon oluşturmak veya pozisyonu likitide etmek ve genellikle zararların büyümesini engellemek için verilir.

Bir malın piyasasının yükselen bir trend göstereceği beklentisi ile , o malın çeşitli bölümlere ayrılması ve bir miktarının belirli bir fiyattan, diğer kısımlarının ise farklı fiyatlardan satışa sunulması şeklinde emirler de verilebilir.

3.2.5 Emrin Yerine Getirilmesi

Emir yerine getirildiği zaman borsa üyesi aracı kurum, işlemin ayrıntılarını emir fişinin üzerinde belirterek müşteriye geri göndermektedir.

Emrin müşterinin talimatları doğrultusunda yerine getirildiği teyid edildiği zaman, işlemin tüm ayrıntılarını veren resmi bir borsa takas fişi hazırlanmaktadır.¹⁰⁴

3.2.6 Alıcı ve Satıcı Tarafından Takas Fişinin Hazırlanması

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

Takas fişinin hazırlanmasıyla, emrin yerine getirildiği ve işlemin koşulları borsa tarafından teyid edilmektedir.

Yapılan işlemin yazılı bir kaydı takas sistemi ile uyumlaştırma amacı ile aracı kuruma bildirilmekte ve müşterinin hesabına işlenmektedir.

3.2.7 Takas Odasının Sürece Girişi

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

Her işlem günü sonunda, aracı kuruluşlar bir takas odası üyesi aracılığıyla gerçekleşen tüm işlemleri ayrıntılı olarak takas odasına bildirirler. Bu arada başlangıç teminatı aracı kuruluş tarafından takas odası üyesi nezdindeki hesaba yatırılır ve takas odası üyesi de bu teminatı takas odasına havale eder. Her işlem günü sonunda toplam

¹⁰⁴ Berna ÖZDİLEK, “Tarımsal Ürünler Dayalı Vadeli İşlemlerin Tarım Politikası Üzerine Etkileri”, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, 1998, sf.21

alış ve satışların birbirine eşit, dolayısıyla net pozisyonun sıfır olması gerekir. Takas odası aynı kişinin belirli bir ay içerisinde oluşan sözleşmelerindeki alım satım pozisyonlarını karşılaştırmakta ve borç ya da alacağı net olarak hesaplamaktadır. Bu şekilde denkleştirme işlemi yerine getirilmiş olmaktadır.

3.2.8 Teslim

Teslimde taraflardan birinin yükümlülüklerini yerine getirememesi halinde, anlaşmanın diğer tarafı zarar görmemekte, takip işlemlerini takas odası gerçekleştirmektedir.

Mal tesliminde, sözleşmede belirtilen özellik ve miktardaki mal, malın satıcısı tarafından takas odasına teslim edilir ve sözleşmede belirtilen mal bedelini takas odasından teslim alır. Ayrıca malın satıcısı, takas odasında kalan bakiye teminat miktarını da geri alır. Malın alıcısı ise mal bedelini, bakiye teminat miktarını düşerek takas odasına yatırır ve sözleşme konusu malı takas odasından teslim alır.¹⁰⁵

3.3 TARIMSAL ÜRÜNLERDE KONTRAT VE ÜRETİCİLERLE YAPILAN KONTRAT ÇEŞİTLERİ

Futures piyasaların amacı üretici ve mal kullanıcılarına fiyat risklerini azaltıcı imkanlar sunmaktır.

Vadeli işlemlerin işleyişi bölümünde anlatıldığı gibi cinsi, kalitesi, miktarı, teslim ve teslim yerleri, gelecekteki teslim ve teslim vadeleri önceden standart kalıplara bağlanmış tarım ürünleri ve finansal araçlar üzerine yapılan kontratların yasal ve bağlayıcı şartlar ile alınıp satılması ile işleyen sözkonusu piyasalarda konumuz gereği tarımsal ürün kontratları incelenecektir.

Tarımsal ürünler futures piyasalarda işlem gören en eski ürünlerdir. Futures piyasaların kuruluşunu müteakip 20.yüzyılın ilk yarısına kadar olan dönemde düzenlenen kontratlar hemen hemen tamamen tarımsal ürünler üzerine düzenlenmiştir.

¹⁰⁵ Yücel AKOVA, Ticaret Borsaları Futures Piyasalar ve Futures Piyasaların Türkiye’de Tarımsal Ürünlere Uygulanabilirliği, İGEME, Ankara, 1995, sf.49-52

Hava şartlarındaki, ekonomideki ve diğer faktörlerdeki değişiklikler hububatın arz ve talebini sabit olarak etkiler, hububat fiyatları da daima değişiklik gösterir. Tahıl üreticileri ürünlerinin ekimi, büyümesi ve hasatı boyunca düşük fiyat düşüncesinden korunmalıdır. Belli miktar parayı tohum, araç, gereç ve işçiye yatıran çiftçi bu maliyetin düşük olmasını ve karınının yüksek olmasını ister. Bu nedenle ortaya çıkacak fiyat risklerini çiftçi isterse aşabilir.

Üreticiler future piyasayı ürün henüz ekilmeden, ürünün büyümesi esnasında ve hatta stoklanması sırasında fiyatı belirlemek suretiyle kullanabilirler. Aşağıdaki örnekte bir çiftçinin mısır fiyatını 2.45 \$ belirlenmesine ilişkin bir örnek verilmiştir.

Peşin fiyat	Futures piyasa fiyatı
1 Temmuz Fiyatı \$ 2.45 de belirlemek ister	Mısır future kontratı \$ 2.70 satar.
Hasat/teslim \$ 2.10 mısır satar	Mısır futures \$ 2.35 den satın alır. Mısır short pozisyonunu kapatır.
	Futures kazancı \$.35 (\$ 2.70 den futures satıp, \$ 2.35 den alır)
Net sonuç:	
Nakit satış fiyatı	\$ 2.10
Futures kazancı	\$ 35
Net satış fiyatı	\$ 2.45

Üreticiler için birçok peşin ve vadeli pazarlama alternatifleri vardır. Alternatiflerden biri üreticinin hasattan önce bir tahıl silosu ile yapacağı cash forward kontrattır.¹⁰⁶ Cash forward kontrat ileride belirlenmiş bir tarihte teslim edilmek üzere spot piyasadaki fiziki mal satışlarıdır. Bir cash forward kontratın futures kontrattan aşağıda belirtilen farklılıkları vardır :¹⁰⁷

¹⁰⁶ CBOT, Taking Control Your Future, USA, 1996, sf.3

¹⁰⁷ US FEED GRAINS COUNCIL, İstanbul Semineri , Tierney Presentation, 1990,sf.1

- Cash forward kontratlar ile bir ayrıcalıklı bir bedel sağlanmaz.
- Cash forward kontratlar şartları ve özellikleri bakımından standardize edilmemişlerdir.
- Cash forward hiçbir kanun ve düzenleme konusu değildirler.
- Cash forward kontratlarda fiyat alıcı ve satıcı arasında belirlenir ve açık arttırmaya tabi olmaz.
- Bir cash forward kontratta belirli iki taraf arasında kontrata dayanan bir ilişki vardır.

Silo çiftçinin ürünü için hasattan önce sabit bir fiyat teklif eder. Silo bu sefer oluşabilecek fiyat farkına karşı korunmak için future piyasada fiyatını mümkün olabilecek fiyat düşüşüne karşı hedge eder. Üreticiler de ürünlerini vadeli piyasada hedge edebilirler.

Bu işlem bazen daha iyi fiyat oluşumunu ve forward kontrattan daha esnek sonuçları yaratır, fakat bu da piyasayı anlamayı ve hedging stratejilerini bilmeyi gerektirir. Forward kontratlar çiftçilere ileride teslim edeceği ürünleri için fiyatı önceden tespit etme imkanı verir. Tüccar önce forward kontrat ile çiftçiden ürünü alır; bu ürünü ya spot piyasada yeniden satmalıdır, ya da futures satarak fiyat değişikliğine karşı kendini hedge etmelidir. Futures kullanıldığında belirlenmiş aylar kullanılır. Bu aylar üç ürün yılına denk gelecek şekildedir ve en uzak ekim alanına bile uygundur.

Üretici hedge yapmadan önce makul bir kar için ve ürünün maliyetini karşılamak için hedef fiyatın ne olacağını bilmelidir. Hedef fiyat ABD’de tarım politikası araçlarından olan ve bir destekleme çeşidi olan fiyatlama sistemidir. Bu adım pazarlama planının başarısında çok önemlidir. Hedef fiyatın ne olması gerektiğini belirleyecek birkaç yol vardır. Birincisi geçmiş üretim rakamlarına ve enflasyon faktörüne bakmak gibi basit bir yöntemdir. Diğer devlet yardım hizmetlerinden çiftlik danışma hizmetlerinden alınabilecek mahalli ve ulusal göstergelerdir. Bir üretici üretim rakamlarını kullanarak bunun üzerine kar marjını koyarak hedef fiyatı belirleyebilir. Bu fiyat seviyesine pazarlama yılı boyunca ulaşılabilecek veya ulaşılamayacak hedef olarak

bakılmalıdır. Herkes o yılın en yüksek fiyatından satmak ister, fakat sağduyulu üretici gerçek hedeflere varır.¹⁰⁸

Üreticiler ile tüccarlar arasında düzenlenen kontratlarda sözkonusu olduğu üzere ABD’de uygulanan kontratlarda mahalli silolar birkaç tip peşin pazarlama alternatifi sunabilir. Bu kontrat çeşitleri orijinal isimleri ile aşağıda verilmiştir.

Silonun sunduğu fiyata bağlı kalarak, pazar beklentileri ve diğer faktörler ile bir üretici tümünü veya birini kullanarak peşin pazarlama alternatiflerinden birini seçebilir :

109

1. FORWARD CONTRACTS: Çiftçilere tahıl için sabit bir fiyatta kalma imkanı verir. Bazen gelecekte teslim olabilir.
2. BASIS CONTRACTS: Çiftçilere basis içinde kalma imkanı verir ancak gelecek fiyatını açık bırakır.
3. DELAYED PRICE (DP) CONTRACTS/NO PRICE ESTABLISHED: Çiftçilere tahılını siloya teslim etme imkanı verir ancak fiyat ve basis son güne kadar açık bırakılır.
4. MINIMUM PRICE CONTRACTS (MPC): Çiftçiye tahılı için maksimum fiyat tespiti fakat en düşük fiyat avantajını verir.
5. MINIMUM/MAXIMUM PRICE CONTRACTS (Mini/Maxi): Çiftçiye tahılı için minimum fiyat tespiti ancak fiyat potansiyelini de en üst limitte tutma imkanı verir.
6. MAXIMUM PRICE CONTRACTS: Çiftçiye tahılı için maksimum fiyat tespiti fakat en düşük fiyat avantajını verir.
7. HEDGE TO ARRIVE (HTA)/FUTURES ONLY: Çiftçilere gerçekte hedging yapmaksızın futures piyasaya girme imkanı verir.

Üreticilerin ürünlerini satışında iki esas tip piyasa alternatifi vardır. Biri basit future hedgingdir üreticiye ve malının gelecekteki satışı için fiyatı belirlemesine izin verir.

¹⁰⁸ CBOT, Offering Farmers Cash Contracts, Grain Merchandiser Series1996, sf.3

¹⁰⁹ CBOT, agm, sf.4

İkincisi basit option hedgedir ki tahıl üreticilerine minimum satış veya taban fiyatı tespit etme imkanı verir.

Future piyasada riski bağlamanın en önemli faydası ürünün gerçekte satışından önce fiyat düzeyini bulabilme imkanındır. Bu fayda üreticiye başarılı bir yıl için plan yapmayı ve piyasa talebi, dünya olayları ve hatta hava ile ilgili etkiler ile başa çıkmaya imkan verir.

İki tip hedger vardır. Satıcı veya short hedger, alıcı veya long hedger. Bir tahıl üreticisi, tahıl satan herhangi biri short hedger olarak bilinir.

Canlı hayvan yemi üreten, tahıl veya soya yemi girdisi satın alan birisi long hedger olarak bilinir. Short hedger yapan kişi tahmini satış fiyatını belirleyebilmek için iki şeyi bilmek durumundadır. Birincisi, satacağı malın future fiyatını bilmelidir. İlgilenilen tarım ürünlerinde çeşitli futures fiyatları vardır. Her fiyat belirtilen ay teslimine göre değişir. Bir örnek vermek gerekirse;¹¹⁰

BUĞDAY

5.000 BU MİN., DOLLARS PER BUSHEL

(1 bu 22.3944 kg a eşittir)

	Açılış	En yüksek	En düşük	Anlaşma fiyatı	Değ. Oranı	Kontrat	
						En yüksek	En düşük
Mar	3.86	3.86	3.84	3.85 ¾	4.26 ¾	3.27
May	3.67 ½	3.67 ½	3.64	3.65 ¾	- ½	3.98 ½	3.25
Jul	3.41 ½	3.41 ½	3.38	3.41 ¼	+ ¼	3.63 ¾	3.11

Aktif satış 16,649

Önceki açılış Int 63,898

Satış fiyatının belirlenmesinde ikinci ihtiyaç, tahmini basistir. Basis, mahalli silo fiyatı ile future fiyatı arasındaki farktır. Tahmini basis belirlemenin en iyi yolu geçmiş birkaç yılı incelemektir. Bir diğer yol şimdiki yıla en çok benzeyen yıla

¹¹⁰ CBOT, Trading in Futures, USA,1997, sf.6

bakmaktır. Örneğin cari yıl susuz bir yıl ise susuz geçen yıla bakılır. Pek çok silo üreticiye basis kontratları da teklif eder. Bir basis kontratı üreticiye bugünden future basisi belirleme imkanı verir. Örneğin bir silo Ekim sevki için -18 (veya 18 cent Kasım kontratı altında) bir basis kontrat teklif edebilir. Eğer bir üretici böyle bir kontrata girerse, etkilenecek bir tahmin yerine -18 basis ile garantiye alır.

Tahmini satış fiyatını belirlemek için tahmini basis cari future fiyatı üzerine eklenir.

Satış fiyatını tahmin formülü:

Future fiyat + Tahmini basis = Tahmini satış fiyatı

Örneğin, eğer Mayıs 15'de üretici A Kasım soya fasulyesi future \$ 6.50 olacağını görürse ve basisin Ekimin ilk haftası boyunca Kasım future 20 centi altında olacağını tahmin ederse (-20) tahmini satış fiyatını \$ 6.30 fiyattan kilitleyebilir.

Kasım future fiyat + Tahmini basis = Tahmini satış fiyatı

Mayıs 15 (\$6.50) + Ekim 1-7 (-\$.20) = Soya F. 1-7 Ekim arası teslim \$ 6.30

Future hedge yerleşirken tahmini satış fiyatını etkileyen tek şey basisteki bir değişikliktir. Eğer esas basis, tahmini basis rakamından daha zayıf veya daha az pozitif/daha fazla negatifse esas satış fiyatı daha az olacaktır.¹¹¹

3.4 CHICAGO BOARD OF TRADE VE TARIMSAL ÜRÜN KONTRAT ÖRNEKLERİ

Vadeli işlem piyasalarının tarihi gelişiminde bahsedildiği üzere Japonya'dan sonra ilk defa futures işlemlerin gerçekleştirildiği ve halen dünyanın en eski ve en büyük futures borsası olan Chicago Board of Trade'in yapısını ve uygulamalarını inceleyelim.

Chicago 1840'lı yıllarda demiryolu ve deniz ulaşım kolaylıklarından dolayı çevre eyaletlerin pazar yeri olarak gelişti. Üreticiler hasat zamanı ürünlerini topluca Chicago'ya getirmekte ve aynı şekilde tüccarlar da bölgeye alıcı olarak gelmekteydiler. Ancak tüm üreticilerin hasat zamanı ürünlerini aynı anda piyasaya sunmaları nedeniyle

¹¹¹ CBOT, Intruduction to Hedging with Futures and Options, USA,1996,sf.628.

ortaya çıkan arz bolluğu fiyatların düşmesine neden oluyordu. Diğer taraftan kurak geçen sezon veya rekoltenin düşük olduğu zamanlarda çok pahalı olan ürünler bu ürünleri kullanan tüccarları zor durumda bırakıyordu. Bu problemleri çözmek ve arz talep dengesizliğini kontrol edebilmek amacı ile birkaç tüccar bir araya gelerek 1848 yılında bugün Chicago Board of Trade (CBOT) olarak bilinen tahıl borsasını kurdular. Zengin tüccarlar bu borsa vasıtası ile yıl boyunca kullanabilecekleri tahıl stoklarını silolarda saklayabildiler. Böylece arz problemlerinin bir ölçüde kontrol altına alınması, tahıl fiyatlarına da kararlılık getirdi.¹¹²

CBOT'ın 1402 tam üyesi ve yaklaşık 754 tane en az diğerleri kadar limitli ürün alanlarında (225 devlet tahvillerinde, 635 indexde ve 643 mal opsiyon pazarında) imtiyazlı alım satım yapabilen ortak üyesi vardır.

Borsa 1848 yılında 82 Chicago'lu işadamı tarafından temeli atılmış, ters etkili fiyat değişikliklerine karşı kendilerini korumak isteyen üreticilere ve ürünleri kullananlara yardım etmek ve tarım ürünlerinin pazarlanmasını sağlamak amacıyla kurulmuştu. Bugün borsa tarımsal ürünlere, finansal araçlara, kıymetli metallere ve indexlere bağlı futures kontratların alınıp satıldığı uluslar arası bir pazardır.

Yapısı: CBOT iki senede bir seçilen bir başkan ve 27 yönetim kurulu üyesi tarafından yönetilir. 32 bölümden oluşan 90 komite üyesi nezaretinde aşağı yukarı 700 üyeye çalışır.

Borsa CFTC (Commodity Futures Trading Commission-futures endüstrisini kontrol ve regüle eden yürütme organı) tarafından düzenlenir. Bazı önemli yetkileri şunlardır:¹¹³

- Amerika'daki tüm mal borsalarını kontrol etmek,
- Tüm mal kontrat işlemlerini kontrol etmek,
- Yeni futures kontratlarını onaylamak ya da onaylamamak,
- Futures komisyon tacirlerinin, brokerların, işlem danışmanlarının, mal avukatlarının (commodity solicitors) kayıtlarını yapmak,

¹¹² Ateşan AYBARS, "Vadeli Emtia Borsaları", Yeni Yüzyıl Gazetesi, 16.09.1996.

¹¹³ CBOT, Trading in Futures, USA, 1997.

- Spekülatörler tarafından tutulan ya da işlem yapılan kontratların günlük işlem limitlerini ve pozisyonlarını tespit etmek,
- İyiniyetli hedge işlemlerini ve pozisyonlarını kontrol etmek,
- Commodity Futures Trading Act'in provizyonlarını işleme koymak,
- Müşteri şikayetlerini araştırmak,
- İstekli futures kuruluşlarının kayıtlarını yapmak,
- Bir futures borsası tarafından koyulan kuralları onaylamak ya da onaylamamak.

Alım Satım Sistemi: Yüksek sesle alım satım (open-outcry) sistemi vardır. CBOT 1.06.1989'da EOS sistemine başlamıştır. Bu sistemde emirler CBOT'a üye firmalardan doğrudan korbeydeki brokerlara gönderilir. Emirler üye firmadaki bilgisayar sistemine girilir ve broker ya da yardımcısı tarafından düzeltilmek üzere korbey yakınında bulunan yazıcıya gönderilir.

CBOT 20.10.1994'de after-hours bilgisayar alım satım sistemini (Proje A) başlatmıştır. Proje A elektronik emir giriş ve karşılaştırma sistemidir ki CBOT üyelerine korbey seanslarının dışında işlem katında veya dışında yerleştirilmiş bilgisayarlardan finansal futures ve options ürünlerinin alım satımını yapma imkanı verir. Proje A'nın saat 14.30'dan 16.00'ya kadar öğleden sonra seansı, 22.30'dan 06.00'a kadar akşam seansı vardır. Ürünler başlangıçtan itibaren T-bond futures ve options, 10-, 5- ve 2-yıllık T-note futures ve options, muni-bond futures ve 30 günlük Fed Funds futures olarak sıralanır. CBOT deneme olarak 29.02.1996'da tarım ürünlerinin gece seansına girişini onayladı. Başlangıçta CBOT için alım satımı yapılan ürünler mısır, soya fasulyesi, soya fasulyesi yağı, soya fasulyesi unu, yulaf, işlenmemiş pirinç ve buğday futures ve 2 bacaklı futures spread kontratlarıdır.¹¹⁴

CBOT Recycling Partnership, National Recycling Coalition's RAC, US Environmental Protection Agency, Clean Washington Center ve New York State Office of Recycling Market Development ile işbirliği çabaları sonucu 17.10.1995'de geri

¹¹⁴ CBOT, Trading in Futures, USA, 1997.

dönüşümlü malların alınıp satılabildiği merkezi elektronik bir alım satım sistemi başlatmıştır.¹¹⁵

2.11.1995'te CBOT ürünlerinde Proje A'da aşağı yukarı aynı saatlerde olmak üzere alım satım yapanlara uluslar arası düzeyde imkan tanımıştır. Gece seansı Pazar-Perşembe arası 22.30 ile 06.00 arasında, bunu tamamlayacak şekilde öğleden sonra seansı (Pazartesi-Perşembe arası 14.30 ile 16.30 arasında) Proje A kapsamında işlemektedir.

Takas: Tüm kontratlar Board of Trade Clearing Corporation'a takas için gönderilir.

CBOT'deki yıl bazında işlem istatistikleri aşağıda verilmiştir.¹¹⁶

Toplam Değişim Hacmi :

1999	150.030.460
2000	178.773.075
2001	219.504.074
2002	210.673.044

CBOT da işlem gören ürünlerden mısır ve buğdaya ilişkin kontrat örnekleri aşağıda verilmiştir :¹¹⁷

MISIR:

Kontrat büyüklüğü	: 5.000 bushels
Kontrat ayları	: Mart, Mayıs, Temmuz, Eylül ve Aralık
Fiyat kotasyonu	: Bushel başına cent ve ¼ cent
Fiyattaki en az değişim	: Bushel başına ¼ cent
Asgari fiyat dalgalanması	: USD 12.50
Günlük fiyat limiti	: Bir önceki settlement fiyatının altında veya üstünde olmak üzere bushel başına 12 cent, kontrat bazında USD 600 (18 cent/bushel kadar

¹¹⁵ CBOT, Trading in Futures, USA, 1997.

¹¹⁶ CBOT, Introduction to Hedging with Futures and Options, USA, 1996, sf.631.

¹¹⁷ CBOT, The IFR Handbook of World Stock and Commodity Exchanges, USA, 1996, sf.630

genişletilebilir). Spot aylarda limit yoktur (limitler spot ayların başlangıcından önce 2 işgünü kaldırılır).

Son işlem günü : Teslim ayının son işgününden önce 7 işgünü.

Son teslim tarihi : Teslim ayının son işgünü.

Teslim şekli : Fiziksel

Teslim çeşidi : No.2 Sarı başabaş ve borsa tarafından tespit edilmiş farklılıklardaki ikamesi.

İşlem Saatleri : 09.30-13.15 vadesi biten kontratın son işlem günü 12.00'de kapanır.

BUĞDAY:

Kontrat Büyüklüğü : 5.000 bushels

Kontrat Ayları : Mart, Mayıs, Temmuz, Eylül ve Aralık

Fiyat Kotasyonları : Bushel başına cent ve ¼ cent.

Asgari fiyat dalgalanması : Bushel başına ¼ cent.

Günlük fiyat limiti : Bir önceki gün settlement fiyatının altında veya üstünde olmak üzere bushel başına 20 cent, kontrat bazında USD 1.000 (30 cent/bushel kadar genişletilebilir). Spot ayda limit yoktur (limitler spot ayların başlangıcından 2 işgünü önce kaldırılır.)

Son işlem günü : Teslim ayının son işgününden önce 7 işgünü.

Son teslim tarihi : Teslim ayının son işgünü.

Teslim şekli : Fiziksel

Teslim çeşidi : No.1 Kuzey ilkbahar, No:2 yumuşak kırmızı, No.2 sert kırmızı kışlık, No.2 siyah kuzey ilkbahar buğdayı, başabaş ve borsa tarafından farklı ikamesi tespit edilmiş.

İşlem Saatleri : 09.30-13.15 vadesi biten kontratlarda işlem 12.00'de kapanır.

Önceleri Tarım Bakanlığının bir uzantısı olarak piyasaları düzenleyen ve denetleyen Commodity Exchange Act (CEA), 1974 yılına kadar işlerliğini devam ettirmiş, ancak vadeli işlem ve opsiyon piyasalarının işlem hacminin çok artması ve servis sektöründe yerine getirilmesi gerekli yeni görev ve fonksiyonların ortaya çıkmasıyla bu sektörde istismarın başlaması nedeniyle CEA yetersiz kalmıştır. 1974 yılında Başkan Gerald Ford'un onayı ile CFTC kurularak vadeli piyasalar yasası yeniden düzenlenmiş ve yeni programlarla piyasa kontrol altında tutulmuştur.

Gözetleme programı vadeli piyasalarda her türlü işlemin sürekli olarak gözlenmesi ve denetim altında tutulmasını sağlar. Bu gözlem esnasında fiyatların oluşturulması izlenerek, arz talep verileri takip edilir. Amaç, adil fiyat belirlenmesi ve manipülasyondan arıtılmış bir piyasa işleyişinin sağlanmasıdır.

Manipülasyon, herhangi bir mali aracın fiyatının, arz ve talep koşulları dışında, yapay olarak yükseltilmesi, düşürülmesi, belli bir seviyede tutulması veya herhangi bir mali aracın alım ve satım taleplerini yapay olarak etkilemek veya aktif bir piyasa olduğu izlenimini yaratmak amacıyla yapılan işlemlerdir.¹¹⁸

Komisyon yasa yetkisi ile her çeşit kural, prosedür ve kararnameleri onaylar. Genel olarak kuralların pratik olması ve rekabeti engellememesi gözönünde tutulur. Aracı kurumlar tüm müşterilerinin işlem limitlerini komisyona bildirmekle yükümlüdür.

Vadeli piyasalarda, aracı kurum, floor broker (resmi lisanslı alım-satım komisyoncusu), commodity trading advisor (CTA-ticari danışman, belirli bir bedel karşılığında futures işlem yapanlara bilgi veren kişi), commodity pool operator (CPO, futures işlemlerden kar emek amacıyla diğer şahısların paralarını bir araya toplayan kişi), option dealer gibi hizmet veren şahıs ve kuruluşlar komisyona üye olmak zorundadırlar. Üyelerden hem sermaye hem de likidite yönünde ciddi finansal yeterlilik aranır. Bu kuruluş ve kişiler komisyon tarafından seçilen bağımsız müşavirler tarafından periyodik olarak denetlenir.¹¹⁹

Araştırma programında komisyon piyasalardaki rekabetin rol ve durumu konusunda araştırma yapar ve elde edilen bilgilerle rekabetin ekonomiye yararlı olacak şekilde yönlendirilmesi için çaba harcar ve yeni yöntemler geliştirir. Örneğin, borsada kote

¹¹⁸ Ümit GÜCENME, Türkiye Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, T.Bankalar Birliği, Yayın No.181, Ankara 1994 .

¹¹⁹ US FEED GRAINS COUNCIL, İstanbul Semineri , Tierney Presentation, 1990, sf.4-5

edilmesi istenen yeni bir ürünün ekonomiye katkısı olup olmayacağı ya da ekonomik bir sebebinin olması veya kolayca manipülasyon yapılmasının mümkün olmaması gibi konular komisyon tarafından araştırılır ve onaylanır. Vadeli piyasalarda manipülasyonu önleyebilmenin ilk koşulunun işlemin kontrat şekline uygun olarak yapılmasına bağlı olduğu belirtilmektedir.

Komisyon, eğitim programında ise vadeli piyasaların önemi ve fonksiyonları konularında yatırımcıyı ve halkı bilgilendirmek üzere eğitim programları hazırlar.

Yürütme yetkileri ile yasadışı işlem yapan şahıs ve kuruluşların soruşturmalarının kolay ve çabukça yapılmasını sağlar ve gerekirse kısıtlı ölçüde yürütme yetkisini kullanır. Gayri resmi ve uyumsuz işlemlerden dolayı zarar gören üyelerin iddiaları araştırılır ve tarafları uzun süren maliyetli mahkeme işlemlerinden kurtarıp daha çabuk anlaşabilmelerini sağlar.

Piyasaların denetiminde komisyondan başka Takas Merkezleri ve National Futures Association (NFA) gibi kuruluşlarda vardır. Bu tür kuruluşlar daha çok piyasa mekaniği ve işlerliği üzerinde etkin olurlar.¹²⁰

3.5 BUĞDAYA DAYALI VADELİ İŞLEMLER

3.5.1 Buğdayın Tanımı ve Tarihi

Temel besin maddesi olan tahılların ve özellikle buğdayın üretimi ister gelişmiş ister gelişmekte olsun her ülkenin ekonomisinde özel bir öneme sahiptir. Ülkeler genelde buğday üretimini iç taleplerini karşılayacak düzeye çıkarıp dış ülkelere olan bağımlılığını kaldırmak isterler. İnsan beslenmesinde ekmeğin hammaddesini oluşturan, bunun yanında hayvan besiciliği ve endüstride (makarna, bisküvi gibi) yaygın biçimde kullanılan buğdayın üretimi, tüketimi ve ticareti her ülke ekonomisi için ayrı bir öneme sahiptir.

Pamuğun aksine değişik iklim ve toprak koşullarında yetiştirilebilmesi, taşınma, depolama ve işleme kolaylığının yanında ucuz olması buğdayı dünya nüfusunun

¹²⁰ Ateşan AYBARS, “ABD’de Piyasa Denetim ve Gözetimi”, Yeni Yüzyıl Gazetesi, 04.09.1996.

beslenmesi için temel bir ürün yapmıştır. Buğday tarımında bölgedeki kış koşullarının şiddetine göre kışlık (ekim zamanı güz dönemi ekim,kasım) ve yazlık(ekim dönemi kışı sert geçen yerlerde güzün) olmak üzere iki tip ekim yapılır.

Kromozom sayısına dayanarak buğdayı üç grupta toplayabiliriz. Kaplıca Buğdayı, Durum Buğdayı (sert, makarnalık buğday) ve Topbaş Buğday (ekmeklik yumuşak buğday). Kuru iklimlerde yetişen buğdaylar genellikle sert tiptedir ve %11-15 protein ile dayanıklı glüten(esnek protein) içerir.Nemli iklimlerde yetişen buğdaylar yumuşaktır ve %8 – 10 protein ile dayanıksız glüten içerir. Buğdayın en uyum gösterdiği yerler yağış alan ılıman bölgelerdir. Üretilen ve büyük bölümü kesin olarak kullanılan buğdayın yaklaşık %10 u tohumluk olarak saklanırken az bir bölümü de sanayi de nişasta, malt, dekstroz, glüten ve alkol üretiminde kullanılmakta, düşük kaliteli öğütme artıkları ise hayvan yemi olarak değerlendirilmektedir. Buğdaydan unun dışında özellikle yumuşak ekmeklik buğdaydan nişasta, sert durum buğdaydan ise daha çok makarna yapımında kullanılan irmik elde edilir. Bulgur ve yarma denilen dış kabuğu soyulup kaba öğütülmüş taneleri Türkiyede pilav ve başka yemeklerin hazırlanmasında kullanılır.¹²¹

Genel olarak buğdayın tanesinin %12'si su %70'i karbonhidrat ,12'si protein , %2'si yağ, %1.8'i mineraller ve %2.2'si ise kaba liflerdir. Ayrıca B vitaminleri grubundan tiyamin, riboflavin ve niyasin ile az miktarda A vitamini bulunur. Ancak öğütme sırasında bu vitaminlerin en bol bulunduğu kepek ve tohum özü undan ayrılır.100 gr buğday yaklaşık 300 kalori içermektedir.¹²²

3.5.2 Türkiye'de Buğday Üretimi ve Verimi

Ülkemizde 1920 yılından beri yürütülen ıslah ve adaptasyon çalışmaları sonucu 41 ekmeklik buğday ve 18 makarnalık buğday çeşidi üretim programına alınmıştır.1960'dan sonra dünyada ekimi yapılan bazı buğday çeşitleri ülkemize getirilmiştir.(Meksika, Rusya). Türkiye'de kendiliğinden yetişen ve ekimi yapılan 100 'ü aşkın buğday içinde en büyük pay ; ekmeklik buğday, durum buğdayı ve toptaş buğdayındır. Buğday tiplerinden sert kırmızı(yazlık-kışlık), sert beyaz(yazlık –kışlık) olanları ekmeklik olarak kullanılırken, yumuşak kırmızı kışlık, yumuşak beyaz (yazlık-

¹²¹ İSTANBUL TİCARET ODASI, Türk Tarımında Buğdayın Yeri ve Önemi, İstanbul ,1996, sf.1-2

¹²² İSTANBUL TİCARET ODASI, agm, sf.3

kışlık) tipler ise bskivi, yem ve diğer ürünlerin üretiminde kullanılmaktadır.¹²³ Buğday i tketimimizde önemli bir yer tutmaktadır. Türkiye buğday üretimi ile dünyada belirli bir ağırlığa sahiptir. Cumhuriyetin ilk yıllarında yağışa bağımlı olan buğday üretimi yetiştirme tekniğindeki gelişmelerin yaygınlaşması ile büyük artışlar gerçekleştirmiştir. Buğdaya zarar veren böceklerle mücadele ve değişen iklim koşulları buğday üretiminde dalgalanmalara yol açmıştır. Cumhuriyet döneminden itibaren buğday ekilen alanlardaki artışa paralel olarak buğday üretimi de artmıştır.¹²⁴

Hava koşullarının iyi geçtiği yıllarda buğdayda üretim fazlası olurken, özellikle ilkbahar yağışlarının yetersiz olduğu yıllarda buğday ithalatı yapılmaktadır. Yıllar itibariyle baktığımızda 1993 yılında verimliliğin yüksek olduğunu ekilen 9.800.000 hektar alandan 21.000.000.- ton mahsul alındığını görüyoruz. Verim zerine etki eden faktörleri sıralamak istersek : iklim faktörleri , üretim girdileri ve tarım tekniği şeklinde bir sıralama yapabiliriz.

Tarım topraklarının eşit paylaşımını öngören miras kanunlarının etkisiyle tarım işletmeleri küçük tarım topraklarına bölünmüştür. Bu da işletmelerde verim artırıncı önlemlerin alınmasını etkilemekte ve modern tarım teknikleri gerektiği gibi uygulanamamaktadır. Artan nüfus yine tarımda kalmakta ve gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında tarım nüfusunun toplam nüfustaki payı yüksek iken GSMH içindeki payı ise düşüktür. Bu da tarım nüfusunun verimliliğinin gelişmiş ülkelerden geri olmasına bağlıdır.

lkeler ister gelişmiş olsun ister gelişmekte olsun temel besin hammaddesi olan buğdayı kendi iç tüketimlerini dışa bağımlı kılmamak için üretirler. Özellikle gelişen ülkelerdeki hızlı nüfus artış oranları besin maddeleri talebini de beraberinde getirmiştir. Günümüzde artan nüfusu karşılayacak besin seviyesinin tesbiti araştırma konusu olmuştur. Bir rahip olan Cambridge iktisatçılarından Klasik okulun ünlü ismi Thomas Robert Malthus (1776-184) , 1798 'de yazdığı 'Essay on the Principle of Population' adlı eserinde nüfus artışının kontrol edilmediği sürece geometik olarak , besin üretiminin ise aritmetik olarak artacağını belirtmiştir. Besin maddelerine olan talebi belirleyen iki temel ge nüfus ve gelir esnekliğidir. Her iki değer de gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş olan ülkelere nazaran daha yüksektir. Türkiye'de 1990 sonrası nüfus artış oranı %1.8 lere gerilemiştir. Artan nüfusa paralel olarak besin maddelerinde

¹²³ İSTANBUL TİCARET ODASI, Türk Tarımında Buğdayın Yeri ve nemi, İstanbul ,1996, sf.3-4

¹²⁴ İZMİR TİCARET BORSASI, 1996 İktisadi Raporu ,sf.87.

de yıllık %4.55 artış olmasına rağmen buğday hasılatına baktığımızda bu oranlarda bir artış olmadığını ve Türkiye'nin buğdayını ithal eden ülke konumuna yaklaştığını görüyoruz. Talebin gelir esnekliğine baktığımızda ise gelişmekte olan ülkelerde 0.5 den büyük gelişmiş ülkelerde ise 0.2 – 0.3 civarında olduğu tahmin edilmektedir.¹²⁵

3.5.3 Dünya'da Buğday Üretimi ve Verimi

Dünya'da buğday ekim alanları son yıllarda aynı seviyede kalmış önemli bir artış göstermemiştir.1997'de 610.1 milyon ton ile en üst seviyeye ulaşmıştır.Avrupa Birliği'nden sonra Çin en büyük buğday üreticisi ülke olarak görülmektedir.ABD ise ülke olarak ikinci büyük üreticidir.¹²⁶

Buğday üretiminin verimliliği açısından değerlendirdiğimizde ABD Türkiye'ye göre %30 daha fazla verimliliğe sahipken Avrupa Birliği'nde bu oran %200 'e kadar çıkmaktadır.

3.5.4 Türkiye'de Buğday Dış Ticareti

24 Ocak kararları ile işlenmiş tarım malları ve sanayi hammaddelerine uygulanan ithal ikamesi politikasından vazgeçilip ihracata dönük yapılanmaya gidilirken tarıma yönelik yapılan değişiklikler bu kadar kapsamlı olmamıştır.Tarımla ilgili politika araçları değişirken amaçlar değişmemiştir.

İç tüketim ve dünya fiyatlarına bağlı olarak Türkiye'nin buğday ihracatı yıllara göre dalgalı bir durum göstermiştir.Tarım Bakanlığı 1994 yılından sonra üretimdeki düşüşü önleyecek kalıcı çözümler (verimin artırılması , hastalıklarla mücadele gibi) yerine ithalat gibi kısa vadeli çözümlere yönelmiştir.¹²⁷

Türkiye'nin en fazla buğday ithalatı yaptığı ülkeler, yıllara göre sıralamaları farketse de ABD, Fransa ve Almanya'dır. İthalatın arttığı yıllarda ithalat yapılan ülke sayısı da artmaktadır.İthalatta ilk üç sırayı alan bu ülkelerin ithalattaki ağırlığı %60-70'den fazladır. En fazla ihracat yaptığımız ülkeler sıralamasına baktığımız zaman Rusya başta olmak üzere Özbekistan, Azerbaycan, Tacikistan, Gürcistan Yakın Doğu

¹²⁵ İZMİR TİCARET BORSASI, 1996 İktisadi Raporu ,, sf.54

¹²⁶ US DPT OF AGRICULTURE, World Agricultural Production, Circular Series, WAP 04-99 sf.13

¹²⁷ İSTANBUL TİCARET ODASI, Türk Tarımında Buğdayın Yeri ve Önemi, İstanbul , 1996 , sf. 34-36

ülkelerin ağırlıklı olduğu söylenebilir. ¹²⁸ İhracat sıralamasında ilk beş sırayı alan ülkeler ihracat içinde en fazla % 50 'lik bir paya sahip olabilmektedir.

3.5.5 Buğday Pazarlama Kanalları

Buğday pazarlama kanallarında yer alan pazarlama şekilleri mahalli ve toptan pazarlar, TMO alım ajansları ve borsaları ile perakende pazarlarıdır. Hububat pazarı TMO ve özel sektörce düzenlenmektedir. TMO devlet tarafından belirlenen destekleme fiyatları ile alım yapmaktadır. Özel sektör ise TMO'nun aksine serbest piyasa koşullarına göre hareket etmektedir. Borsalarda işlem yaygınlaşmamıştır. Üreticinin nakit ihtiyacı nedeni ile ve TMO ödemeleri geç yapıldığından elinde nakiti olan tüccarlar alım yapmaktadırlar. Bu da kayıt dışı buğday alışverişini yaygınlaştırmıştır. Bu yüzden devletin stopaj vergi kaybı oluşmaktadır. Yüksek vergi vermek istemeyen büyük üreticiler de bu kayıt dışı sistemi desteklemektedirler. Devlet bir yandan destekleme alımları yaparken bir yandan da vergi kaybı oluşmaktadır. Her ikisi de bütçe açığına neden olmaktadır. Bu kayıt dışı sistemin devletin vergi kaybının ortadan kalkması için tam rekabet kurallarının işlediği ve oluşan riski paylaşmak isteyecek yeni finans çevrelerinin ilgisi ile sektörün yaşadığı nakit sıkışıklığı çözülebilecek bir vadeli işlem borsası kaçınılmaz olmaktadır. ¹²⁹

3.5.6 TMO'nun Amacı ve Faaliyetleri

Emtia'ya dayalı vadeli işlem piyasalarında işlem görmeye pamuktan sonra en uygun olan ikinci ürün hububattır. Türkiye'de en büyük hububat alıcısı ise Toprak Mahsulleri Ofisi'dir. Bu nedenle tarımsal ürün piyasalarının en önemli kurumlarından biri olan TMO 'nun amaçlarını ve faaliyet konularını inceleyelim.

TMO Ana Statü Madde 4 : Yurtta hububat fiyatlarının üreticiler yönünden normalin altına düşmesini ve tüketici halk aleyhine anormal derecede yükselmesini önlemek , bu ürünlerin piyasasını düzenleyici tedbirler almak ve gerektiğinde Bakanlar Kurulu'nun kararı ile hububat dışında bakliyat ve yağlı tohumlarla ilgili verilecek

¹²⁸ Gülüsm Ö. AKALIN, "WTO'ya Doğru Türk Tarım Sektörünün Durumu", Gümrük Birliği Sürecinde Türkiye Dergisi, Sayı No:23, İstanbul, Haziran 1996, sf.14

¹²⁹ İSTANBUL TİCARET ODASI, agm, sf.32

görevi yürütmek, afyon ve uyuşturucu maddelere konulan devlet tekeli işlemlerini işletmek amacıyla teşkil edilen Toprak Mahsulleri Ofisinin faaliyet konuları aşağıda gösterilmiştir :¹³⁰

- Bu maddede belirtilen ürünlerin her yıl cins, nevi ve mahallerine göre tespit olunacak fiyatlarla alım ve satımını yapmak ve gerekli stok tesisi ve muhafaza etmek suretiyle bu ürünler piyasalarında istikrar sağlamak,
- Lüzum görülen hallerde , faaliyet konularına giren ürünleri ve mamullerini dış piyasalardan satın almak,
- Yurt içinden satın aldığı ürünlerin ve bunların mamullerinin dış piyasalarda sürümünü sağlamak için her türlü işlemleri yapmak ve gerekirse bunları yurt dışına satmak,
- Buğdayı mahdut nevilere icra etmek ve ticari maksatlara göre standart tiplere varabilmek amacıyla yetiştirilen buğdayları Tarım Bakanlığının teklifi ve Bakanlar Kurulunun kararı dahilinde fiyat farkı ile satın almak,
- Faaliyet konusuna giren ürünlerin muhafaza, kurutma, temizleme, ilaçlama ve ayırma işleri ve bu mallar üzerine gerektiğinde varand muameleleri yapabilmek üzere inşa edilmiş veya yeniden inşa ve iktisap edilecek olan silo ve müştemilatı ile ambarları işletmek,
- Faaliyet konuları ile ilgili yatırım, etüd, araştırma, fizibilite, ve projeler ile gerektiğinde mühendislik ve müşavirlik hizmetlerini yapmak veya yaptırmak,
- Gerektiğinde, faaliyet konularına giren ürünleri mamulleri ve tohumluğu muhafaza eden ve işleyen tesisler kurmak, satın almak ve işletmek, bu mamullerin alım, muhafaza ve satışını yapmak,
- Faaliyet konuları ile ilgili olmak üzere, yurt içinde ve yurt dışında her türlü alım-satım, nakliyat, imalat, depolama ve muhafaza işleri için şirket ve kooperatifler kurmak veya bu amaçla kurulan ortaklıklara katılmak.
- Dünya hububat üretim hareketlerini ve fiyatlarını izlemek, değerlendirmek faaliyet konuları ile ilgili her türlü yayınları yapmak.

¹³⁰ TMO, Toprak Mahsulleri Ofisi Resmi İnternet Sitesi “Ana Statü, Yayın No : 204”
<<http://www.tmo.org.tr>> (Erişim Tarihi :11.02.2004)

Teşekkül bu amaç ve faaliyetlerini dorudan doğruya ve müesseseye bağlı ortaklık,iştirak ve diğer birimleri eli ile yerine getirir.

3.5.7 Buğdayda Destekleme Alımları

Buğdayda destekleme alım fiyatları incelendiğinde üreticinin genelde enflasyona ezdirilmediği görülmektedir. Hatta belli dönemlerde alım fiyatlarının enflasyonun da üzerinde seyrettiği görülüyor. Bunun en mantıklı açıklaması ise nüfusun büyük kesiminin bu sektörle uğraşması sonucu oy hesabı yapan politikacıların bu kesimi mutlu etme amacıdır.Tarım kesiminin Türkiye nüfusu içindeki oranının bir an önce makul seviyeye çekilip üretim kalitesinin ve verimliliğinin artırılması gerekir.(ABD 'de tarım nüfusunun toplam nüfusa oranı % 2 lere düşmüştür.) Bu sektördeki nüfus, pazarlama değeri daha yüksek ürünün üretimine özendirilmelidir. Toplum olarak tarım toplumundan hızla sanayi ve mümkünse bilim-teknoloji toplumuna doğru ilerlemek gerekir. Dünya fiyatlarının üzerinde yapılan alımlar TMO'yu satış yaparken, özellikle de ihracatta zor durumda bırakmakta çoğu zaman da zararına satışlar yapılmaktadır.Tarım sektöründeki bir başka yanlış politika da şudur ki; üreticilerin çoğunluğunu oluşturan küçük işletmeler (miras nedeniyle çok parçaya bölünen topraklar) devletin uyguladığı girdi bazındaki sübvansiyonlardan ve ürün bazındaki destekleme alımlarından az yararlanmaktadırlar.Bu da büyük işletmelerle küçük işletmeler arasındaki farkı daha da açmaktadır.¹³¹

3.5.8 Buğdayda Futures Piyasanın Uygulanabilirliği

Buğdayı sert (makarna elde edilen) ve yumuşak(ekmeklik) çeşidi olarak ayırabileceğimizi belirtmiştik.Ülkemizde yumuşak buğday üretimi çok değişik bölgelere yayılmıştır ve sert buğday daha az alanda ekim yapılmaktadır.Buğday üzerine futures borsa kurulurken bu özellikler göz önünde bulundurulmalıdır.

TMO arz edilen buğdayın mutlak alıcısı iken (üretici gözünde devlet kuruluşu olduğundan güven duyulmaktadır) depolama imkanları sınırlıdır. Elinde, stokta bulunan

¹³¹ Toprak Mahsulleri Ofisi Resmi İnternet Sitesi “Ana Statü, Yayın No : 204”<<http://www.tmo.org.tr>>
(Erişim Tarihi : 11.02.2004)

ürünü satarken genelde aldığından daha düşük satmak ve dünya fiyatlarından daha düşük ihraç etmek zorundadır. Bu kısıtlı imkanlarla TMO bazen açık havada depolamaya bazen de toprak altında depolamaya gitmiştir, bu da olumsuz hava koşullarında ürün kalitesini bozmuştur. 1988 yılından sonra destekleme fiyatı uygulaması başlamıştır. TMO'nun destekleme alımları ve depolama masrafları için gerekli finansman ihtiyacı Merkez Bankası kaynaklarından 'Kısa Vadeli Avanslarla' karşılanmaktadır. Bu ürünlerin satışından ve stoklamasından doğan zararlar ise genel bütçeden karşılanmaktadır.

1988 yılı ile başlayan prim sistemi serbest piyasa kurallarına geçmede iyi bir uygulamadır. 1993 yılında sertifika sistemi ile üreticinin ürününü TMO'ya stoklaması için vermesini ve karşılığında sertifika almasını ve stoklama için ofise kira ödemesini öngörmektedir.

Bol miktarda üretilen, belli standartları ve geniş sirkülasyonu olan buğdayda futures borsası uygulanabilir. Ancak başarılı olunabilmesi için çok küçük parçalara ayrılan üretimin toparlanması, verimin artırılması gerekmektedir. Fiyatta oluşan dalgalanmalar nedeniyle risk oluşmaktadır. Bu risk yerli ve yabancı finans çevreleri tarafından paylaşılabilir. Böylece sektörde ihtiyaç duyulan nakit karşılanmış olur. Futures borsası ile kayıtlı sisteme geçileceğinden alım satımlarda vergi alınacaktır. Böylece vergi gelirleri artacaktır. Buğdayın temel besin hammaddesi olması nedeniyle, futures borsasının temel elemanlarından olan spekülörlerin risk transferi vasıtası ile gerektiği ölçünün üstünde haksız kazanç yapmamaları ve buğday fiyatının aşırı yükselmemesi için TMO başlangıç aşamasında geçiş dönemi fiyat düzenlemesinde rol almalıdır.¹³²

Buğday, yaşamsal önemde temel besin maddesinin hammaddesidir. Bu nedenle stratejik bir üretilir ve devletin ülke hayatında rol oynayan böyle bir sektöre ilgisiz kalması beklenemez. Ekim zamanı ile hasat zamanı arasında zaman aralığı söz konusudur. Ekim zamanı alınan kararların hasat zamanına kadar geçen sürede değişen piyasa koşullarına göre uyarlanması zordur. Hasat zamanına kadar geçen sürede dünya koşullarında fiyat yapısındaki ciddi değişimlere karşı üretici korunmasıdır. Futures piyasaların varlığı ile bu fiyat dalgalanmalarından doğacak risk spekülörlere transfer olacaktır.

¹³² İSTANBUL TİCARET ODASI, Türk Tarımında Buğdayın Yeri ve Önemi, İstanbul , 1996, sf.32

Buğdayın futures piyasasının uygulanabilirliğinin temel nedenlerini özetleyecek olursak :

- Buğday üretimi , tüketimi ve dış ticareti yüksek düzeyde olan bir üründür.
- Birçok alıcı ve üreticisi bulunmaktadır.
- Borsa organizasyonunda geniş bir işlem hacmine sahiptir.
- Belli standartlara ve temel besin maddesi olduğundan dolayı önemli bir tüketim seviyesine sahiptir.
- Depolanmaya müsaittir.
- Fiyatı spot piyasada değişken olup spekülasyona müsaittir.

3.5.9 Dünya’da Buğday Üzerine Futures Kontrat Yapan Vadeli İşlem Borsaları

- 1) Buenos Aires Futures Exchange
- 2) Buenos Aires Cereal Exchange
- 3) Budapest Commodity Exchange
- 4) Winnipeg Commodity Exchange
- 5) Kansas City Commodity Exchange
- 6) Euronext.life exchange
- 7) Chicago Board of Trade
- 8) J&E Derivatives Division
- 9) Rasario Futures Exchange
- 10) Sibiu Monetary Financial and Commodities Exchange
- 11) Zhengzhou Commodity Exchange
- 12) Minneapolis Grain Exchange¹³³

3.6 PAMUĞA DAYALI VADELİ İŞLEMLER

3.6.1 Pamuğun Tanımı ve Tarihi

Pamuğun ilk olarak M.Ö 7200-5800 yılları arasında Meksika’da kullanıldığı tesbit edilmiştir.Yurdumuza da M.S 1. yüzyılda Hindistan’dan getirilmiştir. Pamuk, iki çenekliler sınıfının ebegümeçigiller familyasından olup , saf bir selüloz kaynağı olması

¹³³ The Ifr Handbook of World Stock, Derivative and Commodity Exchanges, USA, 2002.

sayesinde lif(iplik ve taranmış halde hidrofilyk pamuk olarak tedavi maksadıyla kullanılmak için), çığıt(yağ,kimya ve suni tekstil maddeleri sanayinde kullanılmak için) ve kúspe(hayvan besiciliğinde kullanılır) elde etmek amacı ile tropik ve subtropik alanlarda (ekvatorun her iki yanında 40` enleme kadar) tarımı yapılan bir bitkidir. Pamuk çok önemli bir lif bitkisi olup tohum üzerindeki pamuk tellerinin büyük çoğunluğunu lifler teşkil eder. Pamuk lifi, pamuğun ekonomik değerinin %85'ini teşkil eder. Pamuktan başka yurdumuzda yetişen lif bitkileri keten ve kenevirdir. Pamuk, jüt ve rami dışındaki bitkisel lifler dünyadaki önemini kaybetmeye başlamıştır. Pamuk lifinin toplam lif üretimindeki payı düşse de (sentetik ve rejenere lif üretiminin artmasından dolayı) elde edilen sentetik lifler pamuk lifi özelliğinde olmadığından pamuk yurdumuzda ve dünyada önemini korumaktadır.¹³⁴

Pamuk, tarımı ve sanayisi ile ülkemizde geniş bir istihdam yaratmaktadır.Lifi ile tekstil sanayi (iplik ve dokuma), çığıti ile yağ sanayine ve kúspesi ile de hayvancılık sektörüne çok önemli katkılarda bulunmaktadır. 1994'te Fas'ta sona eren Uruguay Görüşmeleri sonucunda tekstil üzerindeki kotaların kaldırılması ve tarımsal ürünlerin dünya piyasalarında serbest dolaşımı karara bağlanmıştır.Böylece tekstil sanayinin hammaddesi olan pamuğa olan talep artmaktadır. Dünya pamuk üretiminde belli bir yere sahip olan Türkiye'nin etkinliğinin daha da artması hedeflenmektedir.

3.6.2 Türkiye'de Pamuk Üretimi ve Verimi

Pamukta ilk büyük hamleyi 11. yüzyılda Selçuklular zamanında görüyoruz. Osmanlı İmparatorluğu zamanında Mısır'dan pamuk tohumu getirilmiş çiftçilere ücretsiz dağıtılarak pamuk tarımı özendirilmiştir. Kapütülasyonlar ve dünya pamuk üretimindeki gelişmeler Anadolu topraklarındaki üretimi olumsuz etkilemiştir.Cumhuriyet döneminde yapılan çalışmalar sonucu toprağa uygun tohumun seçimi, gübre kullanımı, sulama ve hastalıklarla mücadele çalışmaları sonucu pamuk üretiminde verimlilik artmıştır.¹³⁵

¹³⁴ Metin GÜRLER, "Vadeli İşlemler Borsasının Türk Tarım Sektöründe Belli Başlı Ürünlerde Uygulanabilirliği",Marmara Üniversitesi, İstanbul, 1999, sf.81.

¹³⁵ İSTANBUL TİCARET ODASI, Türk Tarımında Pamuğun Yeri ve Önemi,1996, sf.36

3.6.3 Dünya’da Pamuk Üretimi ve Verimi

Dünya pamuk üretiminn son yıllarda yıllık 20 milyon tonu aştığı belirtilmektedir. Bu üretimin yaklaşık % 80’i Çin, ABD, Hindistan, Pakistan, Özbekistan ve Türkiye tarafından yapılırken kalan %20’si diğer dünya ülkeleri tarafından gerçekleştirilmektedir.¹³⁶ Asya kıtası pamuk üretiminde belli bir ağırlığa sahiptir. Üç büyük üretici olan Çin, Hindistan ve Pakistan Dünya üretiminin neredeyse %44’üne yakınına gerçekleştirilmektedir. Amerika kıtasında ekvatora yakın bölgelerde ABD, Brezilya ve Meksika önemli üreticilerdir. Afrika kıtasında ise sömürgecilik paralelinde pamuk üretiminde denemeler yapılmış, sadece Mısır’da kayda değer başarı elde edilmiştir. Türkiye hektar başına pamuk verimliliğinde son yıllarda büyük bir performans gösterip hektar başına 1.141 kg üretimle dünya ortalamasının üzerine çıkmayı başarmıştır.

3.6.4 Türkiye’de Pamuk Dış Ticareti

Türkiye’de pamuk tüketimi yıllara göre nüfusla birlikte artış göstermektedir. Üretim fazlasının bir kısmı stoklanırken kalanı ise ihraç edilmektedir. İthalat ve ihracat değerleri yıllara göre dalgalı seyretmektedir. Bu dalgalanmaların ana sebebi devletin pamuk üretimine fiyatlandırma yoluyla müdahale etmesi ve fiyatlarda dalgalanmalara yol açmasıdır. Bu müdahale sonucunda bazen ucuza ihraç ettiğimiz pamuğu pahalı olarak ithal ettiğimiz görülmektedir. Devlet tarafından saptanan fiyatlarla dünya fiyatları arasındaki uyumsuzluk kaldırıldığı zaman ithalat ve ihracattaki bu dalgalanmalar yerini istikrarlı bir dış ticaret politikasına bırakacaktır. Bunun sağlanması için de serbest piyasa koşullarının oluşturulması temel koşuldur.

Türkiye’de yıllık pamuk arz ve talebine bakıldığında dalgalı bir seyir izlediğinden söz etmiştik. Fakat pamuk üretimi genelde bir artış trendindedir. İthalat ve ihracat rakamları ise yurt içi ve yurt dışı talebine göre değişkenlik göstermektedir. Yurt içindeki bir talep artışı üretimle karşılanamadığı zaman ithalat yolu ile karşılanmaktadır. Talep fazlası üretim ise ihraç edilmektedir.

¹³⁶ US DPT OF AGRICULTURE, World Agricultural Production, Circular series WAP 04-99, sf.28.

Pamuk ihracatının getirisi kilogramda 1\$ iken, pamuk ipliğinin getirisi 3\$, pamuklu mensucatin (pamuklu dokuma) 5\$ ve pamuklu konfeksiyon ürünlerinin 5 \$ dan yüksek olduğu düşünülürse pamuğu hammadde olarak değil de nihai ürün ve mümkünse markası, kalitesi kısacası standardı yüksek olan ürün olarak ihraç etmek ekonomiye daha fazla katma değer kazandıracaktır.¹³⁷

3.6.5 Pamuk Pazarlama Kanalları

Üretim ve tüketimi geniş hacimleri bulan pamuğun pazarlanmasının birçok elden geçerek yapıldığı görülmektedir. Arz tarafını üreticiler oluştururken talep tarafında devlet tarım kooperatifleri olarak Ege Bölgesi'nde Tariş, Çukurova Bölgesi'nde Çukobirlik, Antalya Bölgesi'nde Antbirlik görülürken, tüccarlar, tekstilciler, ithalatçı ve ihracatçıları da talep tarafında görmekteyiz. Fiyatlar çoğu zaman devlet müdahalesi ile belirlenirken bazen de serbest piyasa koşulları ile belirlenir. Piyasalarda alınıp satılan pamuğun büyük kısmı ticaret borsalarında işlem görmektedir. İzmir borsasında işlem gören Ege ve Antalya pamuğu kalite açısından dış borsalarda aranılır nitelikte olmasından uluslararası piyasalarda A indeksinden, Çukurova pamuğu ise B indeksinden işlem görmektedir. Tarım ürünleri fiyatlarında yıldan yıla dalgalanmalar görüldüğünden çiftçi gelirlerinde de yıllara göre farklılıklar görülmektedir. Bu da üreticileri karar alırken tamamen bir önceki yılın ürün satış fiyatlarının etkisinde kalmasına neden olmaktadır.¹³⁸ Piyasalarda oluşan bu dalgalı fiyatlar üreticileri dönem dönem değişik ürünler üretmeye yöneltir. Pamuk üretim miktarındaki bu değişkenliği bu şekilde açıklayabiliriz.¹³⁹

Ticaret borsalarındaki işlem hacmi, pamuk üretimi destekleme kuruluşlarının alımları, özel sektör pamuk ihracatı ve ayrıca tekstil sanayinin ihtiyacı olan pamuk talebine bağlıdır.¹⁴⁰

¹³⁷ İSTANBUL TİCARET ODASI, Türk Tarımında Pamuğun Yeri ve Önemi, İstanbul, 1996, sf.15-16

¹³⁸ Rona TURANLI, Mikroekonomik Analiz, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1991, sf.275

¹³⁹ İSTANBUL TİCARET ODASI, Türk Tarımında Pamuğun Yeri ve Önemi, İstanbul, 1996, sf.15-16, sf.17

¹⁴⁰ İZMİR TİCARET BORSASI, 1996 İktisadi Raporu, 1997, sf.15

3.6.6 Pamukta Destekleme Politikaları

Pamukta destekleme politikası genel olarak iki şekilde olmaktadır:

- fiyat belirlenmesi yolu ile destekleme,
- girdi sübvansiyonu yolu ile destekleme.

Pamuk ürününün fiyat yolu ile desteklenmesi; destekleme alımları ve taban fiyatlarıyla alımlar şeklinde uygulanmaktadır. Destekleme alımlarında kamu ya da kamu adına görevli birlikler alıcı sıfatıyla piyasaya girerek talebi yükseltmektedir. Böylece fiyatlar yükselir. Amaç fiyatların hedeflenen düzeyin altına inmesini önlemektir. Taban fiyatlarıyla alımlar kamunun veya görevli kurumun, üreticinin arz edeceği pamuğu tesbit edilen taban fiyatla almasıdır. Üretici bu fiyatı yetersiz bulduğunda serbest piyasa fiyatıyla malını pazarlamayı tercih eder.

Girdi sübvansiyonu yolu ile destekleme modelinde; pamuk üreticisi fiyat dışı yollarla, örneğin: gübre alımlarında fiyat indirimi, tohumluk, zararlılarla mücadele araçları, sulama sistemi ,kredi kullanma gibi temel girdilerden çiftçinin en uygun fiyatlarla yararlanmasını sağlamaktadır.

Pamuğun destekleme politikaları kapsamına alınmasını gerektiren faktörler ; üretici, ihracatçı, sanayici ve tüketici yönlü özellikler taşımaktadır.¹⁴¹ Amaç çıkar çelişkilerini dengeleyerek ekonomiye genel katkı yapmaktır. Ancak destekleme politikası Türkiye'nin mali gücünü aşmış ve Merkez Bankası kaynaklarından finanse edilmiştir. Bu noktada pamuk destekleme politikaları ile pamuk vadeli işlemler piyasasının kurulması arasındaki ilişkinin açıklanması gerekir. Pamuk vadeli işlemler piyasası destekleme politikalarının neden olduğu üretici ve tüketici kayıplarını azaltacağı ve optimal kaynak dağılımını sağlayacağı söylenebilir. Şöyle ki ; pamuk vadeli işlem borsası her şeyden önce devlet müdahalelerinden ve destekleme alımlarından arındırılmış bir serbest piyasa düzenini gerektirir. Ancak ne gelişmiş ne de gelişmekte olan ülkelerde pamuk üreticisini koruyacak politikaları kaldırmak mümkün değildir. O halde serbest piyasa düzenine imkan verecek şekilde destekleme politikalarının belirlenmesi ve yeni mekanizmaların geliştirilmesi önemlidir. Böylece üretici malını gerçek değeriyle pazarlama imkanı bulacaktır.

¹⁴¹ Hasan OLALI, İzmir'de Pamuk Vadeli İşlemler Borsası'nın Ekonomik Yapılabilirliği, İTB Yayın No:47, İzmir, 1993, sf.34.

Pamukta üretim sonrası fiyatı destekleme politikası yerine üretim aşamasında fiyat dışı sübvansiyonlar uygulanmalıdır. Bu uygulamalar hem üretimi artırır hem de maliyeti düşürür. Vadeli işlem piyasasının başarısı daha büyük hacimde pamuğun üretimine, verimliliğin artırılmasına ve ticari sirkülasyona girmesine bağlıdır. Dolayısıyla fiyat desteğinin sona erdirilmesi dünya fiyatları ile rekabet edebilecek düzeyde fiyat maliyet ilişkisinin kurulması bakımından önemlidir.

3.6.7 Pamukta Futures Piyasa Uygulanabilirliği

Türkiye'deki pamuk üretimi 1990'lı yıllarda iç talebi karşılarken uzun vadeli planlamalarda bu üretimin artacak talebi karşılamayacağı görülmektedir. Bu sorunu çözenin bir yolu yeni alanların pamuk tarımına açılması ve mevcut verimliliğin artırılması olarak görülmektedir. Devlet tarafından destekleme politikaları ilk olarak 1966-1967 döneminde başlamıştır. Bu politika 1990'lı yılların ikinci dönemine kadar devam etmiş ve bu dönemden sonra başta ürün ve girdi piyasalarına yönelik müdahaleler olmak üzere, tarım politikalarının ekonomi üzerinde yarattığı sıkıntılara son vermek ve dünya piyasalarına uyum sağlamak için önemli bir değişim sürecine girilmiştir. Bu değişim ile tarımsal fiyat ve pazarlara yönelik devlet müdahalesinin azaltılarak özel sektörün payının artırılması amaçlanmıştır. Bu vesile ile 1994-1995 sezonunda pamukta ilk defa prim sistemi uygulaması başlatılmıştır. Tüccar ve sanayiciler dünya fiyatlarından hammadde elde ettikleri için bu sisteme olumlu yaklaşmışlardır. Pamuk fiyatları böylece arz talep kuralları çerçevesinde oluşmuştur. Bu sistem ile üretici ürünü sattığı kişi veya kurumları borsada belgeledikten sonra borsada dünya fiyatlarına paralel oluşan gerçek satış fiyatı ile hedef fiyat arasındaki fark üreticiye prim olarak ödenmektedir. Prim sisteminde açıklanan müdahale fiyatı ile tekstil sanayicisi pamuğu dünya fiyatlarına yakın fiyatlarla alabilmektedir. Son dönemlerdeki pamuk fiyatlarındaki artışın nedeni ise devlet müdahalesinden çok toplam talebi üretimin karşılamamasıdır. Devlet destekleme alımları daha çok iç politika malzemesi olmuş ve alımlar objektif olmaktan çıkmıştır. Bu uygulama bazen

üreticileri, bazen de tekstil sektörünü bazen de destekleme alımları yapan kooperatifleri zor durumda bırakmıştır.¹⁴²

Futures Kontrat Borsası kurulması için birçok şarta sahip olan yurdumuzda bu uygulamanın öncüsü olmaktadır. İlk defa İzmir Ticaret Borsasının girişimi ile vadeli işlem borsası kurulmak istenmiş ve Bakanlar Kurulundan gerekli izin alınmış idi.¹⁴³

Pamuktaki fiyat değişkenlikleri riski ortaya çıkarmış ve riski üstlenmek isteyenlerle (spekülatör) istemeyenler (hedger) ortaya çıkmıştır.

Tarımsal ürünlere dayalı vadeli işlem borsalarında öncelikli iki üründen (pamuk, buğday) birinin pamuk olmasının başlıca nedenleri şunlardır :¹⁴⁴

- Pamuk miktar ve değer açısından yeterli genişliğe sahiptir.
- Pamuk , borsa organizasyonunun değişmez giderlerini karşılamak ve gerekli katılımı sağlamak ve beslemek bakımından önemli bir üretim ve sirkülasyon hacmine sahip üründür.
- Pamuk ; üretimi , ticari ve tüketimi bakımından geniş bir ilgi alanına sahiptir. Bu nedenle; pamuk üzerine yapılan günlük ticari işlemler önemli boyuta ulaşmaktadır.
- Pamuk, standart, kaliteleri belli bir maddedir.
- Pamuk, depolanmaya elverişli bir maddedir ve halen yeterli depolama tesisleri vardır.
- Pamuk'un geleneksel ticari faaliyetlere konu olması ve fiyat değişkenliği ticari riske karşı koruma ve spekülasyona olanak sağlayacak bir özellik taşıdığından finans çevrelerinin ilgisini çekebilecektir.

Yukarıda satırbaşlarıyla belirtilen şartlar bakımından , Türkiye'de pamuk maddesi bugün tarım ürünleri arasında vadeli işlem borsası için uygun bir madde özelliklerini taşımaktadır.

¹⁴² Oktay GENCER, Onur ERKAN, "GAP'ın Pamuk ve Pamuklu Dikim Sektörü Üzerine Olası Etkileri", Hedef Dergisi , İTKİB Yayını, İstanbul, Ekim 1996 , sf.37-38

¹⁴³ İSTANBUL TİCARET ODASI, Türk Tarımında Pamuğun Yeri ve Önemi , 1996, sf.33

¹⁴⁴ Hasan OLALI, İzmir'de Pamuk Vadeli İşlemler Borsası'nın Ekonomik Yapılabilirliği, İTB Yayın No:47, İzmir, 1993, sf.2

3.6.8 Pamuk Vadeli İşlemler Borsasının İlgili Kesimlere Sağlayacağı Düşünülen Yararlar

Pamuk vadeli işlemler borsasının bir yandan milli ekonomimize ve Ege ekonomisine, öte yandan pamuk ile ilgili kesimlere büyük yarar sağlaması beklenmektedir.

1. Milli Ekonomi Bakımından : ¹⁴⁵

- Pamuk fiyatının uluslararası piyasa şartları içinde gerçekçi bir şekilde oluşmasını sağlayacaktır.
- Destekleme ihtiyacı ve devletin mali yükü azalacaktır. Çünkü, Pamuk kontrat Borsası, pamuk piyasasında arzın kesikli , talebin sürekli olmasından doğan dengesizlikleri ve piyasanın eksikliğini gidermek için geliştirilen ve destekleme politikalarının yerine ikame olan bir sistemdir.
- Alım-satımdaki rahatlık ve hız pamuk fiyatlarında daha iyi bir istikrar temin edecektir.

2. Ege Bölgesi Bakımından : ¹⁴⁶

- İzmir'de serbest rekabete dayalı bir piyasa düzeni, risk yüklenmek isteyen finans piyasaları mensupları için bir ilgi alanı oluşturacaktır.
- İzmir'e yerli ve yabancı finans sermayesi akışı doğacak , Bölge ekonomisinin dinamizm kazanmasına katkısı olacaktır.

3. Tekstil ve Konfeksiyon Sanayicileri Bakımından : ¹⁴⁷

- Pamuk fiyatlarındaki sert iniş ve çıkışlardan doğan fiyat riskini finans kesimine aktarabilecekler , riskleri dengeleyebileceklerdir.
- Tekstil ve konfeksiyon sanayicileri uzun vadeli satış ve üretim bağlantıları yapma imkanını bulacaklardır.
- Uzun vadeli satış ve üretim programları ile paralel pamuk alım programları düzenleyip uygulayabileceklerdir.

¹⁴⁵ OLALI, agk, sf.10

¹⁴⁶ Hasan OLALI, İzmir'de Pamuk Vadeli İşlemler Borsası'nın Ekonomik Yapılabilirliği, İTB Yayın No:47, İzmir, 1993 , sf.10

¹⁴⁷ OLALI, agm, sf.11.

- Sanayici borsadan aldığı fiyat sinyalleri ile istikrarlı fiyat üzerinden pamuk alımı yapabilecek, kesin fiyat üzerinden üretim maliyetlerini ve satış fiyatını gerçekçi bir şekilde planlayabilecektir.
- Taahhütlerini zamanında yerine getirebileceklerdir.
- Depolanma maliyetlerinde ve stoklara bağlanan finansal giderlerde tasarruf sağlayacaklardır.
- Mamul maliyetlerini ve satış fiyatlarını daha rekabetçi bir düzeyde tutmak, pazarlık gücünü arttırmak ve dış satımlarını geliştirmek, ülkeye daha çok döviz getirmek imkanını bulacaklardır.

4. Pamuk Üreticileri Bakımından :¹⁴⁸

- Geleceğe yönelik tahminlerin ışığında üretim planlarını, üretim tercihlerini, üretim ikame imkanlarını daha gerçekçi bir şekilde yapabileceklerdir. Çünkü, üreticinin piyasa şartlarına duyarlılığı artacaktır.
- Pamuk ürününün zaman içinde arz ve talep dengesizliğinden doğan risklerden kendini koruyabilecektir.
- Üretici malını gerçek piyasa fiyatları ile pazarlama imkanını bulacaktır ve istikrarlı gelir sağlayacaktır.
- Üretici ürününü kontrat borsasında değerlendirirken ; devlet pamukta hedef ve average fiyatları önceden belirleyerek , pamuk ekimini disiplin altına alarak ve belirli üretim kotalarına kadar destekleme yaparak, serbest piyasa düzenine uygun bir ortam yaratabilecektir.

5. İhracatçı ve İthalatçılar Bakımından :¹⁴⁹

- İhracatçı ve ithalatçıya dünya fiyatları üzerinden ticaret yapma imkanını verecektir.
- Tüccar uzun vadeli bağlantılara girmek, bu bağlantıları risk yüklenmeden yerine getirmek imkanını bulacaktır.

¹⁴⁸ Mehmet ARI, “Vadeli İşlemler Piyasaları ve İzmir Pamuk Vadeli İşlemler Piyasası”, Hacettepe Üniversitesi, Ankara, Ocak 1999, sf.82

¹⁴⁹ Hasan OLALI, İzmir’de Pamuk Vadeli İşlemler Borsası’nın Ekonomik Yapılabilirliği, İTB Yayın No:47, İzmir, 1993 , sf.12

3.6.9 Dünya’da Pamuk Üzerine Futures Kontrat Yapan Vadeli İşlem Borsaları

- 1) Brazilian Mercantile and Futures Exchange
- 2) Newyork Board of Trade Cotton No:2 Futures
- 3) Osaka Mercantile Exchange Cotton Yarn ¹⁵⁰



¹⁵⁰ The Ifr Handbook of World Stock,Derivative and Commodity Exchanges, USA, 2002

IV. BÖLÜM TÜRKİYE UYGULAMASI

4.1 Türkiye’de Vadeli İşlem Borsası’nın Uygulanabilirliği

Türkiye’de 1980’li yılların başında uygulanmaya başlanan liberalizasyon çalışmaları sonucunda, iktisadi hayata, önceki yıllara göre, önemli ölçüde bir serbestlik getirilmiştir. Ekonomide kamu kesiminin rolünün azaltılması için tedbirler alınmıştır. Bu değişimler sonucu kamu müdahalesi önemli ölçüde azalmış, kaynakların dağılımını piyasa güçleri tarafından belirlenmesine daha fazla önem verilmiştir.¹⁵¹ Böylece piyasalardaki risk önemli ölçüde artmıştır. Özellikle modern tarım işletmelerinin sınırlı olması, ürün rekoltesinin doğa koşullarına önemli ölçüde bağlı olması Türk tarımında riski daha da arttırmıştır. Bu tür riskleri ortadan kaldırabilmek amacıyla, piyasalar yeni finansal araçları kullanma gereği duymuştur. Bu nedenle vadeli işlemler piyasasının Türkiye’de uygulanması yönünde Sermaye Piyasası Kurulu bünyesinde çalışmalar başlatıldı.¹⁵²

1992 yılında düzenlenen Sermaye Piyasası Kanunu, vadeli işlem piyasaları ile ilgili gerekli düzenlemeleri yapmak, söz konusu kuruluşları ilgili bakanlığın izniyle kurma, denetim ve uygulama zorunluluğunu Sermaye Piyasası Kurulu’na vermiştir. Bunun üzerine Sermaye Piyasası Kurulu iki çalışma grubu oluşturmuştur. Bu çalışma gruplarından biri, tarım ürünlerine dayalı vadeli işlem piyasaları, diğeri de finansal araçlara dayalı vadeli işlemler piyasası konularında çalışmalarına başlamıştır. Yapılan araştırmalar ve etüd çalışmaları sonucunda, tarıma dayalı vadeli işlemlerin pamuk ve buğday ile başlatılması kararlaştırılmıştır.¹⁵³

Dünyada kurulan vadeli işlem piyasalarının kimileri başarı ile işlerken kimileri de başlamasından kısa bir süre sonra işleyemez hale gelmiştir. Türkiye’de olası böyle bir başarısızlık, vadeli işlemlerin başlamadan sona ermesi anlamına gelir. Bu nedenle

¹⁵¹ İlkay ARIKAN, Gelecek Borsaları ve Türkiye’de Olabilirliği, SPK Yayını, Ankara, 1992 ,sf.62

¹⁵² Mehmet ARI, “Vadeli İşlemler Piyasaları ve İzmir Pamuk Vadeli İşlemler Piyasası”, Hacettepe Üniversitesi, Ankara, Ocak 1999, sf.57.

¹⁵³ ARI, agm, sf.57-58.

başarılı bir işleyiş için aşağıda değinilen hususların kesinlikle göz ardı edilmemesi gerekir.

Vadeli işlem piyasalarının Türkiye’de başarılı olabilmesi için Türk Lirası’nın istikrarlı bir yapıya kavuşturulması gerekir. Çünkü Türk Lirası’nın istikrarsızlığı risk meydana getirmektedir. Aynı şekilde tarımsal ürünler üzerine yapılacak vadeli işlemlerin başarıya ulaşabilmesi için de tarım ürünlerindeki fiyat dalgalanmalarının en aza indirilmesi gerekmektedir. İlgili tarım ürününün arz ve talebi sürekli olmalı, nitelik ve nicelik açısından belli bir standarda sahip olmalı, fiyat değişken olmalı, fiyat piyasa arz ve talebine göre belirlenmeli, hedgers ve spekülörler olmalıdır.

Sistemin işleyişinde kurumlar arasında oluşabilecek çatışmalar önlenmelidir. Ürün piyasalarının önemli kuruluşları olan Tarih , Çukobirlik , TMO gibi kuruluşların vadeli işlem yapması için teşvik edici uygulamalara gidilmelidir.

Vadeli işlem borsaların gözetim ve denetimi ciddi bir kurum tarafından yapılmalı, usulsüzlükler ve haksız kazançlar engellenmelidir. Bu piyasaların kalbi sayılan takas odasının organizasyonu çok önemlidir. Dünyanın önde gelen vadeli işlem piyasalarından olan Chicago Board of Trade ve Tokyo Commodity Exchange’e benzer güçlü bir takas odası organizasyonun işleme gerekmektedir. Bu takas odaları, yüklenebilecekleri riski minimize edecek uygulamalar getirmelidir.

Vadeli işlem piyasalarındaki vergilendirme sistemi dezavantajlar getirmemelidir. Aksine teşvik edici olmalıdır. Özellikle yeni kurulacak olan bu tür piyasalarda vergi düzenlemesi çok önemlidir.¹⁵⁴

4.2 Vadeli İşlemlerin Türkiye Finansal Piyasalarına Olası Etkileri

İstikrarlı ekonomik ve siyasi bir ortamda kurulacak olan vadeli işlemler piyasasının Türk finans piyasalarına olası etkilerini şöyle sıralayabiliriz :¹⁵⁵

¹⁵⁴ Niyazi ERDOĞAN, Uluslararası İşletme , Mali Risk ve Yönetimi ve Çağdaş Finansman Teknikleri, Kent Matbaacılık, 1995 , sf.59

¹⁵⁵ Berna KIRKULAK ‘‘Risk Yönetimi Açısından Opsiyon Piyasalar ve Avrupa Borsalarından Örnekler’’, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, 2001, sf.69-72

- Alım satıma konu olan finansal araçların türev piyasalarda da işlem görmeleriyle birlikte likiditeleri artacaktır. Örneğin: Hisse senedinin likiditesi artacaktır.
- Finansal araçların vadeli işlemler piyasasında alım satımını yapılması ile sözleşmeye konu olan varlıkların finansal göstergeleri ile ilgili daha sağlıklı bilgi verme zorunluluğu ortaya çıkacaktır.
- Bu piyasaların kurulmasıyla yatırımcılar diğer finansal piyasalar ve finansal araçlar hakkında sahip oldukları bilgi ağını genişleterek portföylerindeki riski çeşitli şekilde dağıtabileceklerdir. Diğer taraftan riskten korunmanın aksine bazı yatırımcı ve piyasa oyuncularının bu piyasalarda spekülasyon kazanç elde etmeleri de kaçınılmazdır.
- Vadeli işlem sözleşmeleri riski sınırlama özellikleri bakımından küçük yatırımcılar için de çok cazip görünmektedir. Türkiye ekonomisinin büyük bölümünü küçük işletmelerin oluşturduğu göz önüne alınırsa küçük yatırımcıların da katılımıyla piyasada canlılık artacaktır.
- Avrupa'da son yıllarda yaşanan oluşumlar karşısında (Avrupa Birliği, piyasaların birleşmesi) Türkiye'nin de bu gelişmeler karşısında kayıtsız kalamayacağı bir gerçektir. Türkiye'nin mali piyasalarını birlik ile uyumlaştırması açısından vadeli işlem piyasa uygulamaları olumlu bir etki yaratacaktır.

4.3 Türk Tarım Sektöründe Mevcut Sorunlar

Gerek üretim aşamasında üreticiler açısından gerekse hasat ile birlikte taban fiyat, destekleme fiyatı nedeni ile yaşanan politik sorunlar, tarımsal ürün fiyatlarının serbest piyasa koşullarında oluşarak, üretici ve spekülasyoncuların yer alacağı vadeli işlem piyasalarının kurulması gerekliliğini gündeme getirmektedir.

Türkiye'de tahıl üreticileri destekleme alımı politikaları ile yönlendirilmeye çalışılmıştır. Ancak zamanla bu alımlar üreticileri tatmin etmeyerek ürünler arası paritenin bozularak gereksiz stoklamalara ve karaborsacılığa yol açmıştır.¹⁵⁶

¹⁵⁶ Berna ÖZDİLEK, "Tarımsal Ürünlere Dayalı Vadeli İşlemlerin Tarım Politikası Üzerine Etkileri", Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, 1998, sf.62

Dünya üretimi ve ülke üretimi dikkate alınarak yapılması gereken fiyat tahminleri, bunlar gözardı edildiğinde ortaya çıkan fiyatlar arasındaki farklar spekülörlerin yerini stokçuluk yapanlara bırakmıştır. Piyasayı sadece stoklayarak veya yüksek fiyatla satarak takip etmeye çalışan üretici döneme göre ekim yapmaya başlamış, ürün yelpazesi yıldan yıla değişiklik göstermiştir. Bu da zaten isabetli olmayan üretim tahminlerini sürekli etkilemiştir.

Bir ülkede vadeli işlemlerin gerçekleştirilebilmesi için aşağıdaki soruların sorulması gerekmektedir.

- Makroekonomik ve politik durum vadeli piyasalara izin verebilecek durumda mıdır?
- Mevcut spot piyasanın mikroekonomik yapısı başarılı bir vadeli işlemin gelişmesine uygun mudur?
- Yeterli spekülasyon talebi var mıdır?
- İhtiyaç halinde hedging yapılabilmesi için fiyatlardaki değişkenlik yeterli midir?

Bütün bu sorulara cevap verirken aynı zamanda bu tür işlem için uygun malın ya da mal grubunun ve yerinin de tayin edilmesi gereklidir. Bu soruları sorduktan sonra ülkemizdeki üretici bakımından ve tarım politikası bakımından sorunlara göz atmak gerekir.

4.3.1 Tarımsal Politikalar ile İlgili Sorunlar ¹⁵⁷

- Dünya fiyatları ile uyumlu olmayan destekleme fiyatları dış piyasa pazarlamalarında sorun yaratmaktadır.
- Destekleme fiyatlarının dünya fiyatları üzerinde oluşması tüccarı , sanayiciyi ve özellikle buğdayda un imalatçıları ithalat yapmaya teşvik etmektedir.
- Üretici desteklenirken ihracatçı teşvik edilemediğinden ürünün değeri piyasa koşullarında düşme göstermektedir.

¹⁵⁷ Berna ÖZDİLEK, “Tarımsal Ürünlere Dayalı Vadeli İşlemlerin Tarım Politikası Üzerine Etkileri”, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, 1998, sf.64

- Siyasi kaygılar altında geliştirilen alım politikaları aşırı fiyatlandırmaya neden olarak enflasyonist baskılara yol açmaktadır.
- Enflasyon ve fiyat kısır döngüsü altında her geçen yıl fiyatlar beklentilerin altında fakat dünya fiyatlarının üzerinde oluşmaktadır.
- İstikrarlı bir tarım politikası olmaması nedeniyle planlı üretim yapılmamaktadır.
- Alım kuruluşları tarafından uygulanan aylara göre kademeli fiyat sistemi üreticinin ürününü deposunda tutmasına yol açmaktadır.

4.3.2 Üreticiler ile İlgili Sorunlar ¹⁵⁸

- Üreticiler örgütlü bir yapıda değildir.
- Araziler çok parçalı olduğundan ekili alanlar küçüktür.
- Toplama alanlarına ulaşım maliyetlidir.
- Üreticiler spot piyasada fiyat oluşumunda etkili değildir.
- Üretim girdilerinde yaşanan imkansızlıklar nedeniyle verim düşüktür.
- Buğdayda en büyük alıcı olan TMO'nun finansal durumuna bağlı olarak yaptığı ödemelerde gecikme olması üreticilere kredi geri ödemelerinde sorun yaratmaktadır.

4.4 VOBAŞ A.Ş.

4.4.1 Genel Bilgiler

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası AŞ, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17/8/2001 tarihli ve 9/1101 sayılı Kararına dayanan, Devlet Bakanlığı'nın 3/9/2001 tarihli ve 2381 sayılı yazısı üzerine, 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 40'inci maddesine göre, 19/10/2001 tarih, 24558 Sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulan ülkemizdeki ilk özel borsa kuruluşudur. 4.7.2002 tarihinde

¹⁵⁸ Berna ÖZDİLEK, “Tarımsal Ürünlere Dayalı Vadeli İşlemlerin Tarım Politikası Üzerine Etkileri”, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, 1998, sf.64-65.

Ticaret Siciline tescil edilmiş olup, bu tescil 09/07/2002 tarihli Ticaret Sicili Gazetesi'nde yayımlanmıştır. ¹⁵⁹

Bir milyon üyesi, 350'nin üzerinde oda ve borsanın bağlı olduğu yapısıyla iş dünyasının en büyük temsilcisi Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın kuruluşuna öncülük etmiş olan yüzyılı aşan bilgi ve tecrübesi ile İzmir Ticaret Borsası, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, finans kurumları arasında seçkin yere sahip bulunan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Koçbank A.Ş., Vakıflar Bankası T.A.O, Garanti Bankası T.A.Ş., Akbank T.A.Ş., Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası A.Ş., takas işlemlerinde uzmanlaşmış olan İMKB Takasbank A.Ş. ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği ortakları arasında yer almaktadır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsaları liberal ekonomik sistemlerin vazgeçilmez kurumlardan biridir. 2002 yılı rakamları ile dünyada vadeli işlem borsalarının işlem hacmi 100 trilyon doların üzerinde olup, yılda 4.5 milyar sözleşme alınıp satılmaktadır. İşlem hacimleri finansal piyasalarda olumsuz gelişmeler yaşandığı dönemlerde de artmaya devam etmiştir. ¹⁶⁰

Ülkemizde devlet her gün daha fazla alandan çekilmekte, fiyatların piyasada belirlenmesi yönünde hareket etmektedir. Ülkemiz Avrupa Birliğine girme yönünde ilerlemektedir. Bunun yanında, sermayenin uluslararası dolaşımının önündeki engeller kalkmakta, her işletme dünyadaki gelişmelerden etkilenmektedir. Bu gelişmeler, yabancı işletmelerin kullandığı risk yönetim araçlarının ülkemizdeki işletmelerin hizmetine sunulmasını zorunlu hale getirmektedir. Vobaş A.Ş. bu ihtiyaçların en etkin şekilde karşılanması için örgütlenme çalışmalarına devam etmektedir.

4.4.2 HEDEFLERİ

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin kuruluş amacı ve faaliyet konusu, 4487 Sayılı Kanun'la değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak; vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev

¹⁵⁹ VOBAS A.Ş. ,<<http://www.vob.org.tr>>(Erişim T : 27.05.2004)

¹⁶⁰ VOBAS A.Ş. ,<<http://www.vob.org.tr>>(Erişim T : 10.06.2004)

araçtan oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği piyasaları oluşturmak, geliştirmek, güven ve istikrar içerisinde, serbest rekabet koşulları altında, dürüstlük ve açıklık ilkeleri çerçevesinde faaliyette bulunmasını sağlamaktır.¹⁶¹

Vobaş A.Ş., fiyat ve faizlerin dalgalı seyrettiği bir ortamda işletmelerin risklerini etkin bir şekilde yönetmelerine imkan sağlayacak araçları sunmayı hedeflemektedir. Bu hedefi gerçekleştirmek üzere, kurulduğu ilk yılda önemli çalışmalara başlanmıştır. İşlem ve takas sisteminin seçimi ve edinilmesi, sözleşmelerin dizayn edilmesi, etkin bir iç kontrol sisteminin kurulmasına yönelik çalışmalar başarıyla yürütülmektedir.

Vadeli İşlem Borsası'nın, kurumların ve kişilerin risk yönetim ihtiyacını karşılayarak, ekonominin daha sağlıklı işlenmesini ve gelecekteki risklerinden korunmalarına imkan sağlayacak sosyal ve iktisadi fonksiyonları vardır. Bu yönüyle Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., diğer ticari kuruluşlardan ayrılmaktadır. Varlığını sürdürebilmesi için mutlaka faaliyetlerinden bir gelir elde etmesi zorunluluk ise de, kar elde etmek tek amaç değildir. Öncelikli hedef amaca uygun olarak başarılı bir risk yönetim platformu oluşturmaktır. Yatırımcıları koruyan, şeffaf, piyasa taleplerini optimum oranda karşılayan ve uluslararası piyasalara entegre olmuş, dünya standartlarında bir borsa kurmak öncelikli hedefleri arasındadır.¹⁶²

Tarihi misyonu ve sorumluluğunun bilinciyle, dinamik, piyasa ile uyumlu, teknolojinin tüm imkanlarından yararlanarak modern bir vadeli işlem borsasını ülkemize kazandırmayı hedeflemektedir. 2002 yılı Ekim ayında başladığı çalışmalarına, en kısa sürede faaliyete geçmek üzere bütün gücüyle devam etmektedir. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. ekonomik sistem içerisinde kısa sürede yerini alarak hızlı bir gelişim göstermeyi hedeflemektedir. Eğitim ve tanıtım faaliyetlerini ise başarının anahtarı olarak görmektedir.

4.4.3 HİSSEDARLARI

Vobaş A.Ş. 4 Temmuz 2002 tarihinde Türkiye'de Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nı fiiliyata geçirmek üzere kurulmuştur. Şirketin on bir hissedarı bulunmaktadır

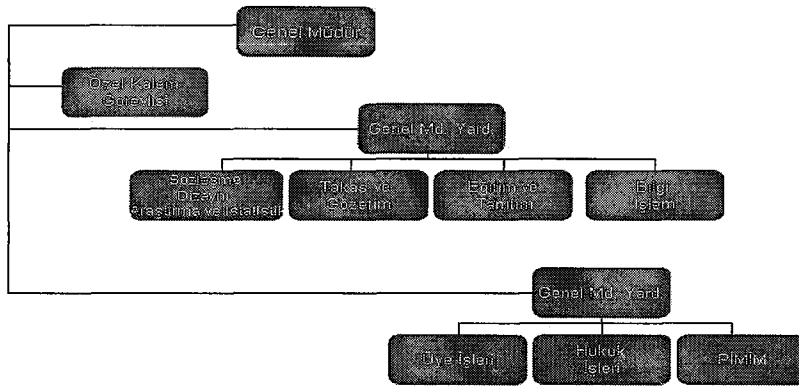
¹⁶¹ VOBAŞ A.Ş. ,<<http://www.vob.org.tr>>(Erişim T : 27.05.2004)

¹⁶²VOBAŞ A.Ş., Eğitim CD'si 1, 'Türev Araçlar', İzmir, 2004

ve sermayesi 6 Trilyon TL'dir. 31 Ocak 2003 itibariyle sermayenin tamamı ödenmiştir. Ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir: ¹⁶³

Hissedarın Adı	Payı
Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB)	%25
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)	%18
İzmir Ticaret Borsası (İTB)	%17
Koçbank A. Ş	%6
Akbank T.A.Ş	%6
Vakıflar Bankası T.A.O	%6
Garanti Bankası T.A.Ş	%6
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	%6
Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşlar B.	%6
İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.	%3
Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	%1

ŞEKİL 8 : VOBAŞ A.Ş. ORGANİZASYON ŞEMASI



¹⁶³ VOBAŞ A.Ş. ,<<http://www.vob.org.tr>>(Erişim T : 27.05.2004)

Yönetim Kurulu (Y.K.) ve Denetim Kurulu (D.K.) Üyeleri : VOBAŞ A.Ş.'nin yönetim kurulu üyeleri gerek finansal piyasalarda gerekse reel sektörde tecrübeli ve kendi konularında uzman kişilerden oluşmaktadır. 28.2.2003 tarihinde yapılan genel kurul sonrasında seçilen yönetim kurulu üyelerini aşağıdaki yer almaktadır.¹⁶⁴

TABLO 6 : VOBAŞ A.Ş. YÖNETİM KURULU ÜYELERİ

Ad/Soyad	Unvan	Temsil Ettiği Kurum
Tuğrul YEMİŞÇİ	Y.K. Başkan	İzmir Ticaret Borsası
Sezai BEKGÖZ	Y.K. Başkan Vekili	İMKB
Ö. Abdullah ÖZDEMİR	Y.K. Üyesi	TOBB
Ömer ÇELİK	Y.K. Üyesi	TOBB
Sinan ALP	Y.K. Üyesi	SPK
Müslüm DEMİRBİLEK	Y.K. Üyesi	TSPAKB
Cenk ARSON	Y.K. Üyesi	Akbank T.A.Ş.
Ayşegül MERDİN	Y.K. Üyesi	Garanti Bankası A.Ş.
İlhami KOÇ	Y.K. Üyesi	İş Yatırım Menkul Değerler
İ.Serdar EROL	D.K. Üyesi	Vakıflar Bankası T.A.O.
Mert YAZICIOĞLU	D.K. Üyesi	Koçbank A.Ş.

4.4.4 ÜYELİK ŞARTLARI

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası üyesi olabilmek için en az aşağıdaki şartların sağlanmış olması gerekmektedir.¹⁶⁵

¹⁶⁴ VOBAŞ A.Ş., Eğitim CD'si 1, 'Türev Araçlar', İzmir, 2004

¹⁶⁵ VOBAŞ A.Ş., Eğitim CD'si 1, 'Türev Araçlar', İzmir, 2004.

- Sermaye Piyasası Kurulu'ndan türev araçların alım satımına aracılık yetki belgesinin alınmış olması,
- Borsa tarafından hazırlanan Borsa Üyelik Taahhütnamesinin ve istenebilecek diğer taahhütnamelerin imzalanarak ibraz edilmiş olması,
- Sermaye ve özkaynak yapılanması yönünden şirket mali yapısının borsanın belirleyeceği kriterlere uygun olması,
- Borsa tarafından yapılan düzenlemelerde öngörülen teminat ve giriş aidatı gibi tutarların yatırılmış olması ve işlemlerin yürütülebilmesi için gerekli teknolojik donanımın, organizasyon yapısının, personelin ve mali kaynakların sağlanmış olması,
- İstenebilecek diğer bilgi ve belgelerin sunulmuş olması,
- Borsanın öngörmesi durumunda, müşterilere ve diğer üçüncü şahıslara karşı doğabilecek mali ve hukuki sorumluluğu teminat altına almak amacıyla genel ve özel mahiyette sigortaların yaptırılması.

Nasıl Üye Olunabilir ? : Sermaye Piyasası Kurulundan türev araçların alım satımına aracılık yetki belgesini almış ve VOB'un üyelik şartlarına haiz kurumlar borsa üyeliği için VOB'a başvurabilirler.

Alım satım aracılığı yetki belgesine sahip aracı kurum ve bankaların tamamı, Seri:V No:46 Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'in 55'nci maddesinde yer alan koşulların sağlandığının Kurul'a gönderilecek belgelerle tevsik edilmesi kaydıyla, Sermaye Piyasası Kurulu'na Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası bünyesindeki piyasalarda işlem yapmak üzere **Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Yetki Belgesi** alma başvurusunda bulunabilir.¹⁶⁶

¹⁶⁶ VOBAŞ A.Ş., Eğitim CD'si 1, 'Türev Araçlar', İzmir, 2004.

4.4.5 TAKAS KURUMU

Takas merkezi, borsada alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında alıcı konumuna geçerek piyasa katılımcılarının hak ve yükümlülüklerini teminat altına alan, gerçekleşen işlemler sonucu oluşan ödeme ve teslimat yükümlülüklerinin zamanında yapılmasını sağlayan ve risklerin takibi, kontrolü ve teminatların tesisini sağlamakla görevli merkezdir.

Takas merkezi, borsa bünyesinde oluşturulabileceği gibi, bir banka veya sadece takas işlemlerini yürüten bir takas kuruluşu da takas merkezi olarak görevlendirilebilir. Bu konuda düzenleme yapmaya ve karar vermeye VOB'un görüşünü alarak SPK yetkilidir.

VOB, faaliyete geçmesi öncesinde takas merkezini ve bu merkeze üyelik şartlarını belirleyerek kamuoyuna duyuracaktır.

4.4.6 VOBAŞ BİLGİ TEKNOLOJİLERİ SİSTEMİ

VOB Bilgi Teknolojileri sistemi, iki ayrı alt sistemden oluşmaktadır. Birinci sistem VOB İşlem Sistemi (VOBİS), diğeri ise VOB Ofis Sistemidir (VOBOS).¹⁶⁷

A. ALIM SATIM SİSTEMİ

VOB işlem sistemi (VOBİS), Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda sözleşmelerin alım satımının gerçekleştiği elektronik işlem platformdur. VOBİS, elektronik emir eşleştirmeli, uzaktan erişime izin veren yazılım, donanım ve ağ bileşenlerinden oluşmaktadır.

VOBİS'in aşağıdaki alt sistemlerden oluşmaktadır:

1. Alım Satım ve Eşleştirme sistemi
2. Piyasa raporlama, sorgulama ve izleme sistemi
3. Takas kurumu teminat kontrol sistemi

¹⁶⁷ VOBAŞ A.Ş. ,<<http://www.vob.org.tr>>(Erişim T : 27.05.2004)

4. Bilgi yayın sistemi

5. Güvenlik ve yönetim sistemleri

VOBİS'in temel teknik özellikleri aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- Eşleştirme: Girilen alım satım emirleri, verilen sistem parametrelerine göre anlık ve gerçek zamanlı olarak elektronik ortamda eşleştirilmektedir. Aracı üye temsilcileri borsa alım satım ekranları üzerinden emir girişi yapabildikleri gibi piyasayı da buradan takip edebilmektedirler.
- Borsaya Erişim : Sistem, uzaktan erişimli bir geniş alan ağ (WAN) topolojisi üzerinden çalışmaktadır. Aracı üyeler kendi merkezlerindeki borsa işlem bilgisayarlarından alım satım yapabileceklerdir.
- Donanım Mimarisi : Sistem üç katmanlı donanım mimarisi üzerinde çalışmaktadır. Birinci katman sunucu katmanı, ikinci katman iletişim katmanı , üçüncüsü ise alım satım araçlarının bilgisayarlarının bulunduğu istemci katmanıdır.
- Veritabanı : İlişkisel veritabanı yönetim sistemi kullanılmaktadır. Kullanıcılar veritabanının varlığından habersiz çalışmaktadırlar.
- Hata Toleransı : VOBİS sistemi yedekli ve yük paylaşımli olarak çalışmaktadır. Yüksek hata toleranslı UNIX bazlı sunucular kullanılmaktadır.
- Kullanıcı Arayüzü : Kullanıcı arayüzü Grafik Kullanıcı Arabirimlidir. Kolay kullanımlı ve hızlı bir arayüz kullanılmaktadır.

B. OFİS SİSTEMİ

Borsa ofis sistemi, VOB birimlerinin, üyelerinin ve müşterilerinin bilgi teknolojisi ve yönetiminin son imkanlarından etkinlik, üretkenlik ve verimlilik amaçları

ile yararlanmalarını sağlayan ofis otomasyon ve bilgi yönetimi sistemlerinden oluşmaktadırdır. Borsa ofis sistemi (VOBOS) aşağıdaki bileşenlerden oluşmaktadırdır :¹⁶⁸

1. E-Posta ve Beraber alışma Sistemi

2. Web ve FTP Sistemi

3. Form Bazlı Elektronik İş Akış Sistemi

4. Elektronik Arşiv Sistemi

5. VOB Muhasebe ve İdari İşler Sistemi

6. Ofis Otomasyon Sistemi

7. Güvenlik, Koruma ve Yönetim Sistemleri

4.4.7 GÜNLÜK PİYASA VE FİYAT BİLGİLERİ

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasında alımını ve satımını yapılacak kontratların fiyatlarını günlük piyasa ve fiyat bilgileri bölümden takip edebilir. İlgilenilen rn hakkındaki alım satım kotasyonları, grafikler ve diğer bilgiler piyasadaki gelişmeler hakkında genel bir kanı edinmeyi sağlayacaktır.

Örneğin : Aşağıda CBOT'de işlem gören Dow Jones endeksine dayalı ve değişik vade tarihleri olan vadeli işlem sözleşmelerinin günlük fiyat ve miktar bilgileri yer almaktadır:¹⁶⁹

¹⁶⁸ VOBAŞ A.Ő. ,<<http://www.vob.org.tr>>(Erişim T : 27.05.2004)

¹⁶⁹ VOBAŞ A.Ő., Eğitim CD'si 1, 'Türev Araçlar', İzmirdir, 2004

TABLO 7 : GÜNLÜK PİYASA VE FİYAT BİLGİLERİ ENDEKSİ

INDEX

DJ Industrial Average (CBOT)-\$10 times average

1	2	2	2	2	3	4	4	5
	Open	High	Low	Settle	Chg	High	Low	Open Interest
June	8960	8995	8880	8908	-44	9295	7070	13137
Sept	9041	9085	8996	8996	-45	9390	7150	1914
Dec	9152	9170	9087	9087	-45	9480	7677	939
6	Est vol 17,500; vol Mon 18,496; open int 16,083; +1,340							
7	Idx prl: High 8976.68; Low 8872.30; Close 8891.24 -31.13							

1 : Birinci kolon vade tarihini belirtir.

2 : Bunu takip eden iki ile numaralanmış kolonlar sırasıyla açılış fiyatı, günlük en yüksek ve en düşük değer ve uzlaşma fiyatını göstermektedir. Yukarıdaki örnekte Haziran (June) kontratının uzlaşma fiyatı 8908 olarak belirlenmiştir.

3 : Bu kolon bir önceki iş günündeki uzlaşma fiyatı ile o günkü uzlaşma fiyatı arasındaki farkı göstermektedir. Yine haziran ayı kontratı bir önceki güne göre 44 endeks puanı düşüş göstermiştir.

4 : Dört numaralı kolonlar kontratın başlangıç tarihinden itibaren oluşmuş en yüksek ve en düşük fiyatları göstermektedir.

5 : Bu sütun, ilgili vade ayında toplam açık olan sözleşme sayısını gösterir

6 : Altındaki altı ile belirtilmiş satırda sıra ile; Dow Jones Endeks vadeli işlem kontratlarının tahmin edilen o günkü işlem hacmi, bir önceki günün işlem hacmi, bütün vade ayları için toplam açık pozisyon miktarı ve bir önceki güne göre bu rakamın değişimi bulunmaktadır.

7 : Bu satırda sözleşmeye dayanak teşkil eden varlığın (örnekte Dow Jones Endeksi) spot piyasası hakkında bilgiler verilmektedir.

4.4.8 ÜRETİCİLER

Vadeli işlem piyasaları tarımsal ürünlerin gelecekteki fiyatlarındaki aşırı dalgalanmaların yaratmış olduğu risklerden korunmak ihtiyacından doğmuştur. Üreticiler risklerini azaltmak amacıyla vadeli işlem kontratlarını kullanabilirler. Bunu aşağıdaki örneklerle açıklayabiliriz :¹⁷⁰

Örneğin bir çiftçi tarlasına pamuk ekmek istiyor. O anki spot piyasada pamuk fiyatları 1.800.000.- TL/Kg olsun. Ancak Mart ayında ekim kararı vermek zorunda olan çiftçi, Eylül ayında hasat edeceği ürününü hangi fiyattan satacağını bilmemektedir. Üreticinin endişesi fiyatların gelecekte düşmesidir. Eylül vadeli, vadeli işlem piyasasında ise pamuk fiyatları 2.200.000.-TL/Kg olduğunu varsayalım. Üretici tahmini olarak tarlasından 100 ton ürün elde edeceğini beklemektedir. Yapmış olduğu hesap sonucu tüm giderleri topladığında maliyetinin Kg başına 1.700.000.-TL/Kg olacağını ve 2.200.000.- TL/kg dan ürününü satması halinde Kg başına 500.000 .- , toplam olarak da 50.000.000.000.- TL kazanç elde edeceğini düşünerek ekim kararını vermiştir. Aynı gün vadeli piyasalarda 100 ton'a denk gelecek sayıda sözleşme satarak kısa pozisyon almıştır.

Vade ayı geldiğinde fiyatlar 2.400.000.- TL/Kg yükselmiştir. Vadeli işlem piyasasındaki pozisyonunu 2.400.000.- TL/Kg kapatmış ve Üretici vadeli Kg başına 200.000.- TL zarar etmiştir. Ancak spot piyasada da fiyatlar yükseldiği için üretici elindeki ürününü 2.200.000.-TL/Kg dan satmaya razı iken 2.400.000.- TL/Kg dan satarak kilo başına 200.000.- TL kar elde ederek vadeli işlem piyasasındaki zararını telafi etmiştir. Sonuç olarak üretici ekim kararı verirken hedeflemiş olduğu karı elde etmiştir. Vadeli işlem piyasasında üretici pozisyon almamış olsaydı ve hasat mevsimi fiyatların 1.700.000'nin altına düşmesi durumunda hiç kazanç elde edemeyeceği gibi reel olarak zarar edecekti.

¹⁷⁰ VOBAŞ A.Ş., Eğitim CD'si 1, 'Türev Araçlar', İzmir, 2004.

Aynı şekilde bir iplik fabrikası sahibi 100 ton ipliği Mart ayında, Eylül'de bedeli ödenmek üzere vadeli satması durumunda Eylül ayındaki pamuk fiyatlarının ne olacağı bilmesi gerekecektir. Eğer Eylül ayında pamuk fiyatları beklenenin üzerinde yükselmesi durumunda satıcı ciddi bir zarar riski ile karşı karşıya kalacaktır. Bu zarar riskini ortadan kaldırmak için satıcı vadeli işlem piyasasında Eylül vadeli 100 ton pamuk alım sözleşmesi satın alarak satmış olduğu ipliğin maliyetini doğrudan etkileyen pamuğun fiyatını sabitleyerek kendisini riske karşı korumuş olacaktır. Bu durumda satıcının beklenmedik fiyat değişimi karşısında pozisyonunu riske karşı korumuş olduğundan aleyhte fiyat değişimlerinden etkilenmeyecektir.

Yukarıdaki örneklerde görüldüğü gibi Vobaş'ın temel niteliklerinden birisi tarafların **riske karşı korunmalarına** ve **risklerini yönetebilmelerine** imkan vermesidir. Burada riski kimin üstlendiği sorusu akla gelebilir. Vadeli işlem piyasalarında derinliği sağlayan ve fiyat değişimlerinden kar elde etmeye çalışan **spekülatörler** devreye girmektedir. Spekülatör olarak adlandırılan grup esas itibarı ile riskten korunmak yerine beklentileri doğrultusunda pozisyon alarak fiyat değişimlerinden kar elde etmeye çalışmaktadır. **Özet olarak risk Vobaş'ta alıp satılabilir hale gelmektedir.**

4.5 VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSALARI POTANSİYEL MÜŞTERİ ANKETİ VE DEĞERLENDİRİLMESİ

Türkiye'de yakın bir tarihte faaliyete geçecek olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsaları ve bu borsalarda işlem görecektir tarımsal ürünler ile ilgili kamuoyunun düşünceleri hakkında bilgi sahibi olabilmek amacıyla 'Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasaları Potansiyel Müşteri Anketi' uygulanmıştır. Anketin uygulandığı örneklem grubu konu ile ilgili kesimlerden (bankacı, finans kurumu çalışanı, aracı kurum çalışanı) ve ilgili uzmanlık alanlarındaki öğrenci ve akademisyenlerden seçilmiştir. Seçilen gruba bu borsaların işleyişi, düzenlenmesi ve Türkiye ekonomisine olası etkilerini içeren 17 soru sorulmuş ve ek olarak da konu ile ilgili varsa öneri ve düşüncelerini belirtmeleri istenmiştir. Anket soruları, katılımcılara birebir yüzyüze görüşme esnasında yöneltilmiş ve alınan yanıtlar işaretlenmiştir. Soruların anlaşılama ya da yanlış anlaşılma riski bu yolla elimine edilmiştir. Bu nedenle

örneklem grubu 60 kişi ile sınırlandırılmıştır. Elde edilen veriler SPSS 12.0 programına girilmiş ve frekans dağılımları tabloları oluşturulmuştur. Bu tablolardan yararlanılarak sorulara verilen yanıtların dağılımı yorumlanmıştır. İkinci aşamada ise ankette yer alan ilk üç soruya (yaş grubu, görev, konu hakkında eğitim) verilen yanıtlar ile diğer sorulara verilen yanıtlar arasında anlamlı bir ilişki bulunabileceği varsayılmıştır. Bu varsayımın ışığında ki-kare testi tabloları oluşturulmuştur. Düzenlenen ki-kare testi tablolarında önem seviyesi % 5 ve altında olan sonuçlar anlamlı kabul edilmiş ve ilgili soruların yanıtları arasındaki ilişki yorumlanmıştır.

4.5.1 Anket Sonuçlarının Frekans Dağılımlarına Göre Değerlendirilmesi

EK 2 'de yer alan anketimizde sorulan sorulara verilen yanıtları frekans dağılımlarına göre incelersek :

Anketimize katılan 60 kişiden %38 lik dilimi oluşturan 23 kişinin 36-50 yaş arasında olduğunu görüyoruz. Anketimize en büyük ilgi bu yaş kesiminden gelmiş olup, 36-50 yaş arası grubu takiben % 28'lik dilimi oluşturan 17 kişi 20-35 yaş arası genç kesimdir. Anketi yanıtlayanların %66.5 lik bölümünün 50 yaşının altında olduğunu görüyoruz. Yaşı 50 'nin üzerinde olanların ilgisi yaşı 50'nin altında olanlara göre az (% 33.5). Yaş sınıflarında ileri yaşlara doğru gidildikçe ankete katılım oranının düştüğünü söylemek mümkündür. Bu da gençlerin konuyu daha yakinen takip ettiğini ve vadeli işlem piyasalarına orta yaş üzeri kesime göre daha sıcak baktıklarını gösteriyor.

Anketimizi yanıtlayanların % 35'lik dilimini oluşturan 21 kişinin bankacı veya diğer finans kurumu çalışanlarından oluştuğunu görüyoruz. Bu grubu takiben % 28'lik dilimi oluşturan 17 kişi ise aracı kurumlarda görevlidir. Böylelikle ankete katılanların % 63 lük diliminin finans sektörü çalışanlarından oluştuğunu söylemek mümkündür. Finans sektörü çalışanlarının bu denli ilgili oluşunu , vadeli işlemleri geleceğin alternatif yatırım aracı olarak görmelerine bağlanabilir. Ancak akademisyen ve öğrencilerin ve sektör dışından katılanların % 37'lik ankete ilgili gösterimi de dikkate alınması gereken ciddi rakamları oluşturuyor. Özellikle akademisyen ve öğrencilerin ankete ilgi göstermesi vadeli işlemlerin geleceği için olumlu sinyaller veriyor.

Vadeli işlemler konusunda yapılan bu ankete katılım yönünden oldukça ilgili olan ve çoğunluğunu finans sektörü içinde yer alanların oluşturduğu 60 kişilik anket grubumuzun % 46.7 lik bölümünü oluşturan 28 kişinin vadeli işlemler ile ilgili herhangi bir eğitim almamış olmaları oldukça üzücü bir tablo oluşturuyor. Oysa ki bu kişiler konu ile ilgili gerekli eğitimleri almış olsalar bu piyasalarda öncü olabilecek ve aktif yer alabilecek kapasiteye sahipler. Bu durumda Vobaş A.Ş.'ye konu ile ilgili eğitimleri arttırması ve yaygınlaştırması için gerekli çalışmaları hızlandırmak düşünüyor. Ankete katılanların %28'lik bölümünü oluşturan 17 kişinin İMKB kurslarına katıldığını görüyoruz. Bu kursların arttırılması durumunda katılımın olacağı ve önemli bir boşluğu kapatacağı görülmektedir. %20'lik kesimi oluşturan 12 kişi yurtiçinde vadeli işlemler ile ilgili başka bir eğitim alabilmişler. Katılımcıların % 46.7'sini finans sektörü çalışanlarının oluşturduğu anketimizde ne yazık ki sadece 3 kişinin yurtdışında bu konuda herhangi bir eğitim alma imkanına sahip olduğunu görüyoruz.

Anket katılımcılarımızın % 55'i vadeli işlem ve opsiyon piyasalarının açılmasının çok gerekli olduğunu , %41.7 si ise gerekli olduğunu düşünüyor. Böylelikle %96.7 lik bir kesimin konuya pozitif yaklaştığını görüyoruz. Bu pozitif yaklaşım Vadeli İşlemler Borsası adına çok sevindirici bir sonuçtur. Katılımcılar, bu borsalara ihtiyaç duyulduğu ve açılmasının gerekli olduğu konusunda birleşiyorlar.

Anketimizi yanıtlayanlara, vadeli işlem ve opsiyon piyasalarında işlem yapmayı düşünen firmaların bu piyasalarda etkin olabilmeleri için yapmaları gereken yeni düzenlemeler hakkındaki görüşlerini sordüğümüzda aldığımız yanıtların dağılımını özetlersek; %30'u personel ,%30'u organizasyon, % 26.7'si teknik altyapı konusunda yeni düzenlemeye gidilmesi gerektiğini düşünüyor. Oranların birbirine yakın veya eşit olduğuna dikkat edersek bu üç alanın her birinde yeni düzenleme gerektiğini savunan kayda değer bir kitle görülüyor. Sonuç olarak katılımcıların % 86.7'lik bölümü yeni düzenleme gerektiği konusunda fikir birliği içindeler. Ancak % 13.3'lük kesim bu piyasalarda etkin olabilmek için yeni düzenlemeye gidilmesi gerektiğini düşünmüyor. Mevcut sistemin uygun olduğunu düşünüyor.

Vadeli ve Opsiyonlu İşlemler piyasasının açılması durumunda spot piyasanın bu durumdan nasıl etkileneceği konusundaki görüşlerini aldığımız anket katılımcılarının % 23.3'lük bölümünü oluşturan 14 kişinin bu konuda herhangi bir fikri yoktur. Bu oran dikkate alınması gereken kayda değer bir orandır. Kişilerin bu konuda fikrinin olmayışını konu ile ilgili gerekli eğitimleri alamamış olmalarına ve detay bilgiye sahip olmayışlarına bağlanabilir. Katılımcıların yarıdan fazlasını oluşturan % 51.7'lik bölüm vadeli işlem borsalarının açılmasıyla spot piyasa işlem hacminin azalabileceğini düşünüyor. Bu kesim vadeli işlemlere yönelmesi ile birlikte spot piyasada görülen işlemlerin vadeli piyasaya kayacağı yönünde bir görüşe sahiptir. % 21.7'lik bölüm ise aksine vadeli piyasa ile birlikte spot piyasa işlem hacminin artacağını düşünüyor. %3'lük bir bölüm ise vadeli işlemlerin spot piyasa işlem hacminde herhangi bir değişikliğe neden olmayacağı yönünde görüş bildirmiştir.

Anketimizi yanıtlayan 60 kişiye vadeli ve opsiyonlu işlemlere en çok ilgi gösterecek olan kesim hakkındaki görüşlerini sorduğumuzda % 45'i teşkil eden 27 kişi en çok yurt içi kurumsal yatırımcıların ilgi göstereceği yanıtını vermiştir. %33.3 'lük bölümü teşkil eden 20 kişi ise en çok ilginin yurtiçi bireysel yatırımcılardan geleceği görüşüne sahiptir. Toplamda % 78 'lik bir bölümün en fazla ilgiyi yurtdışından beklediğini görüyoruz. Yurtdışı bireysel ve kurumsal yatırımcıların vadeli işlemler borsasına daha fazla ilgi göstereceği görüşü % 22'ler seviyesinde kalmış. Özellikle yurtdışı kurumsal yatırımcılardan ilgi görüleceği görüşü yok denecek kadar azdır(% 4). Kısacası, yurtdışı yatırımcılardan çok yüksek bir ilgi beklentisi yoktur.

Ankete katılanların % 88'lik bölümü Türkiye'de finansal türev piyasalarının bugüne kadar kurulmamış olmasının sermaye piyasalarına yerli ve yabancı kurumsal yatırımcıların gelişini olumsuz etkilediğini düşünüyor. Olumlu etkilediğini düşünen herhangi bir görüş mevcut değildir. Büyük çoğunluğun, vadeli işlemlerin olmayışının sermaye piyasasını olumsuz etkilediğini düşünmesi de vadeli işlem piyasalarına karşı pozitif yaklaşımın bir diğer güçlü kanıtıdır. Ancak % 12'lik kesim vadeli işlemler piyasasının olmayışının yatırımcıların gelişinde herhangi bir etkisi olmadığını düşünüyor.

Anketimizi yanıtlayan 60 kişinin 30'u (%50 lik kesim) Vobaş A.Ş. faaliyete geçer geçmez bu borsada aktif olarak işlem yapmayı düşünüyor. Bu kişiler türev piyasaların gerekliliğine inanan ve bugüne kadar kurulmayışını büyük bir eksiklik kabul eden kesimi oluşturuyor. %35'lik bölüm 'evet. ama açıldıktan bir süre sonra' yanıtını vermiş. Bu oranın katılımcıların 1/3 'ü anlamına geldiğini ve göz ardı edilmemesi gereken bir kitle olduğunu düşünmek gerekir. Bu kitle, vadeli işlemler piyasasına aktif katılmayı istiyor fakat kuruluş aşamasında doğabilecek problemlerden dolayı endişe duyuyor. Sistem oturduktan sonra işlem yapmayı planlıyor. Eğer yeterli eğitim ve tanıtım programları gerçekleşseydi ve bu insanlar sistemin oturmuşluğu ve işlerliği hakkında yeterince bilgilendirilseydi bu % 35'lik oran çok daha aşağılara düşecek ve bu grup da Vobaş A.Ş. faaliyete geçer geçmez aktif olarak katılımı düşünebilecekti. % 85'lik dilimin aktif katılımı düşünmesine karşın katılımcılarının %5'i bu piyasada işlem yapmayı düşünmediklerini , %10'u ise herhangi bir fikri olmadığını söylemiştir.

Vadeli ve Opsiyonlu İşlemler borsasında aktif olarak işlem yapmayı düşünen 51 anket katılımcısının 8'i korunma amaçlı işlem yapmayı düşünüyor. Yani gelecekte oluşacak fiyat dalgalanmalarına karşı riskini ortadan kaldırmak için vadeli işlem yapmak niyetindedirler. %40'lık dilimi oluşturan kesim ise yatırım amaçlı vadeli işlem yapmak istiyor. Klasik yatırım araçlarının kârlılığının azalması ve demode olmaları insanları alternatif yatırım araçlarına yöneltmiştir. Kârını maksimize etmek isteyen tasarruf sahipleri için vadeli işlem piyasalarının alternatif oluşturduğunu görüyoruz. Geriye kalan bölüm ise aracı olarak vadeli işlem piyasalarında yer almayı düşünüyor. Özellikle aracı kurum çalışanları ,müşterilerine aracılık hizmeti vermek üzere vadeli işlem piyasalarında yer almaya hazırlanıyor.

Bilindiği üzere Türkiye'nin ilk Vadeli İşlem Borsası olarak Kasım 2004 tarihinde faaliyete geçmesi planlanan Vobaş A.Ş.'nin kuruluş yeri İzmir'dir. Anket katılımcılarına İzmir'in bu ilke imza atmasının uygun olup olmadığı sorulduğunda % 40'lık dilim çok yerinde bir seçim olduğu, %50'lik dilim de uygun olabileceği yanıtını vermiştir. Böylelikle Anket katılımcılarının %90'ı olumlu yanıt vermiş oluyor. Ancak %10'luk grup İzmir'in Türkiye'nin ilk vadeli işlem borsasının kuruluş yeri için uygun olmadığı görüşünü savunuyor(Burada şunu belirtmemiz gerekir ki; anketin İzmirliyle

uygulanmış olması alınan %90'lık olumlu yanıtı etkilemiş olabilir. Eğer anketimizi Türkiye'nin değişik bölgelerinde uygulamış olsaydık farklı bir sonuçla da karşı karşıya kalabilirdik).

İzmir'in Türkiye'nin ilk vadeli işlem borsasının kuruluş yeri olmaya uygun olduğunu savunanlara İzmir'in seçilmesinin getireceği en önemli avantajın ne olduğunu sorulmuştur. %31.7'lik bölümü İzmir'e yüklü potansiyelde yerli ve yabancı finans sermayesi akışı olduğunu ve bu nedenle vadeli işleme uygun olduğunu savunurken, %28'lik bölüm İzmir'in önemli sanayi bölgelerine yakın eski ve köklü bir ticaret merkezi oluşunun avantaj sağlayacağı görüşünde birleşiyor. % 20'lik kesim İzmir'de yerleşik bir borsa geleneğinin olduğunu ve bu nedenle vadeli işlemler borsasını iyi taşıyacağını belirtti. %10'luk kesim farklı nedenler (iklim , ulaşım , tarım ürünleri) belirterek İzmir'i uygun görüyor.

Anket katılımcılarının İzmir'de açılacak vadeli işlemler borsasında öncelikli olarak tarımsal ürünlerde pamuk ve buğdaya dayalı vadeli işlem yapılması hakkındaki görüşlerini aldığımızda ; %33.3'ü bu kararı çok yerinde, % 56.7 si uygun olarak nitelendirmiştir. Sonuç olarak %90'lık bölüm vadeli işlemlere pamuk ve buğday ile başlanmasını doğru bulurken %10 bu kararı yanlış olarak değerlendirmiştir. Kararı yanlış bulan %10'un gerekçesinin ise tarım ürünleri üretimindeki istikrarsızlığın vadeli işlem borsasının işleyişinde yaratabileceği olumsuz etkiler olduğunu düşünülebilir. % 90'lık bölüm ise pamuk ve buğdayın vadeli sözleşme yapmaya çok uygun iki ürün olduğu ve bu piyasalara girmesiyle birlikte üretimdeki sorunların da azalacağı ve veriminin artacağı görüşünde birleşiyor.

Anket katılımcılarına tarımsal ürüne dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin sanayici ve ihracatçı kesimine sağlayacağı en önemli avantaj sorulmuştur. Katılımcıların % 46.7 si , bir başka deyişle yarıya yakın bölümü vadeli sözleşmelerle birlikte sanayici ve ihracatçı kesiminin uzun vadeli bağlantıları risk yüklenmeden gerçekleştirebilmesinin en önemli avantaj olduğu görüşünde birleşti.Vadeli işlemlerin hedging fonksiyonunu ön plana çıkaran bu grup sanayici ve ihracatçının ticaret bağlantısına girerken hammadde fiyat riskinden arınması ile birlikte uzun vadeli bağlantılara girmesinin kolaylaşacağını

savundu.% 28.3 dünya fiyatları üzerinden ticaret yapma imkanına kavuşulmasının sanayici ve ihracatçı için en önemli avantaj olduğunu düşünürken %20'lik bölüm geleceğe ilişkin sözleşme satın alınması imkanı ile birlikte mamullerin elde tutulma ve depolanma maliyetinin azalacağını ve ürün maliyetlerinin önemli ölçüde düşmesinin en büyük avantajı sağlayacağını düşünüyor.Alınan sonuçlardan da görüldüğü üzere sanayici ve ihracatçı kesiminin başta riskten korunmak olmak üzere vadeli işlemlerin pek çok avantajından yarar sağlayacağı görüşü hakimdir.

Tarımsal ürüne dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin bu ürünleri üreten kesime sağlayacağı en önemli avantajı ne olduğu sorusuna aldığımız yanıtları matematiksel olarak ifade etmek istersek ; %38.3'lük kesim ürünlerin alım satımının kolaylaşması ile birlikte üreticinin düzenli gelir elde edebileceğini ve bunun en önemli avantaj olduğunu savunuyor.Yine bu sonuçla başabaş olarak %36.7 lik kesim üreticinin geleceğe dönük üretim planlamasını gerçekçi verilere dayanarak yapmasının (risk altına girmeden) en önemli avantaj olacağı görüşünde birleşiyor. Sanayici ve ihracatçıda olduğu gibi üreticinin de riskten korunmasına olanak vermesi vadeli sözleşmelerin en önemli avantajı olarak değerlendiriliyor. %16.7 üreticinin malını gerçek piyasa fiyatından satma imkanını bulmasını en önemli avantaj olarak değerlendirirken , % 8 ise üreticinin elde edeceği diğer bazı avantajların önemini vurguluyor.

Tarımsal ürüne dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde fiziki teslimatın zorunlu olup olmaması konusunu sordüğümüzda ; anket katılımcılarının %71.7 'si fiziki teslimat zorunlu olmasını yanıtını vermişler. Böylelikle vadeli işlem sözleşmeleri sanal ortamda da alınıp satılabilecek, sadece üretici ve sanayici-ihracatçı kesimi değil , bu sözleşmeleri yatırım aracı olarak kullanıp kâr elde etme amacıyla olan yatırımcılar da tarımsal ürüne dayalı vadeli işlem sözleşmesi alıp satabilecektir. Piyasanın derinliği ve işlem hacmi artacak ve likidite sağlanacaktır. Dünya'daki mevcut örneklere de baktığımızda 21. yüzyılın alternatif yatırım aracı olmaya hazırlanan vadeli sözleşmelerde fiziki teslimatın zorunlu olmamasının işlem hızını artıracığı da muhtemeldir. Ancak ankete katılanların % 28.3'lük bölümü fiziki teslimatın zorunlu olması yönünde görüş bildirmiş. Bu grup, vadeli işlem sözleşmeleri kullanılarak haksız kazanç elde etme ve üreticiyi mağdur etme

girişiminde bulunacak bazı çevrelerin bu girişimlerine engel olunması adına emtianın fiziki teslimatının zorunlu hale getirilmesi gerektiğini düşünmektedir.

Anketimize katılan 60 kişiye tarımsal ürüne dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin hangi para birimi üzerinden yapılmasının en uygun olacağını sorduğumuzda % 41.7 lik çoğunluk ulusal para birimimiz TL 'nin sözleşme tanımlarında kullanılması görüşünde birleştiler. %35'lik kesim AB ile uyum sürecinde Avrupa Birliği'nin ortak para birimi olan Euro'nun sözleşme tanımlarında kullanılmasının daha uygun olacağı görüşündedir. Ayrıca vadeli işlemler borsasına yurtdışı bireysel ve kurumsal yatırımcıların da ilgi göstereceği düşünüldüğünde ortak bir para birimini kullanılmasının yerinde olacağı görüşü savunulmuş. Vadeli işlem sözleşmelerinin ABD doları üzerinden yapılmasının uygun olacağını düşünenlerin oranı ise sadece %20'de kalıyor. TL ve Euro'nun karşısında ABD dolarının bu denli az tercih edilmesi şaşırtıcı bir sonuç değildir. Bugünlerde ABD'nin izlediği başarısız dış politika dünyada olduğu gibi ülkemizdeki pek çok kesimin de ABD'ye karşı olumsuz tavır almasına neden olmaktadır. Bu olumsuz tavır da ABD Doları yönündeki para birimi kullanım tercihini düşürmüştür.

4.5.2 Katılımcıların Yaşlarının Sorulara Verilen Yanıtlara Etkisi

Ankete katılanların yaşlarının sorulara verilen yanıtları etkileyebileceği düşünülmüş, bu amaçla uygulanan ki-kare testinde 8 ve 9. sorulara verilen yanıtlarda anlamlı farklılık elde edilmiştir(Önem seviyesi % 5 ve altında olan sonuçlar anlamlı kabul edilmiştir).

Tablo 8 : Katılımcıların Yaş Grubu ile Türev Piyasaların Kurulmayışının Sermaye Piyasalarına Etkisi Konusundaki Görüşleri Arasındaki İlişki

			Etki		Toplam
			Olumsuz	Etkisiz	
Yaş	20 – 35	Sayı	16	1	17
		% Yaş	94,1%	5,9%	100,0%
		% Etki	30,2%	14,3%	28,3%
		% Toplam	26,7%	1,7%	28,3%
	36 – 50	Sayı	23		23
		% Yaş	100,0%		100,0%
		% Etki	43,4%		38,3%
		% Toplam	38,3%		38,3%
	51 – 65	Sayı	12	3	15
		% Yaş	80,0%	20,0%	100,0%
		% Etki	22,6%	42,9%	25,0%
		% Toplam	20,0%	5,0%	25,0%
	65 üstü	Sayı	2	3	5
		% Yaş	40,0%	60,0%	100,0%
		% Etki	3,8%	42,9%	8,3%
		% Toplam	3,3%	5,0%	8,3%
Toplam		Sayı	53	7	60
		% Yaş	88,3%	11,7%	100,0%
		% Etki	100,0%	100,0%	100,0%
		% Toplam	88,3%	11,7%	100,0%

Anketimize katılanları 20-35, 36-50, 51-65 ve 65 yaş üstü olmak üzere 4 gruba ayırmıştık. Bu gruplara vadeli işlem ve opsiyon borsalarının bugüne kadar Türkiye’de kurulmayışının sermaye piyasalarına yerli ve yabancı yatırımcıların gelişine olan etkisini sordüğümüzda aldığımız yanıtları incelersek ; 35 yaş altı kesimin %94’ü , 36-50 yaş arası kesiminin tamamı olumsuz bir etkinin olduğunu savunuyor. Ancak yaş gruplarında üst yaşlara doğru gidildikçe vadeli işlem piyasasının olmayışının sermaye piyasalarına olumsuz etkisi yönündeki görüş azalıyor. Özellikle 65 yaş üstü grubun %60’ı bu eksikliğin sermaye piyasasına bir etkisi olmadığı görüşünde. Buradan çıkarabileceğimiz sonuç, genç ve orta yaş grubunun vadeli işlem piyasasının bir eksikliği gidereceği yönündeki görüşünün yaşlı kesime göre daha kuvvetli oluşudur.

Tablo 9 : Katılımcıların Yaş Grubu ile Türev Piyasalara Aktif Katılım Düşünceleri Arasındaki İlişki

			Aktif Katılım				Toplam
			Hemen	Sonra	Hayır	Fikri Yok.	
Yaş	20-35	Sayı	10	6		1	17
		% Yaş	58,8%	35,3%		5,9%	100,0%
		% Katılım	33,3%	28,6%		16,7%	28,3%
		% Toplam	16,7%	10,0%		1,7%	28,3%
	36-50	Sayı	14	7		2	23
		% Yaş	60,9%	30,4%		8,7%	100,0%
		% Katılım	46,7%	33,3%		33,3%	38,3%
		% Toplam	23,3%	11,7%		3,3%	38,3%
	51-65	Sayı	6	6	1	2	15
		% Yaş	40,0%	40,0%	6,7%	13,3%	100,0%
		% Katılım	20,0%	28,6%	33,3%	33,3%	25,0%
		% Toplam	10,0%	10,0%	1,7%	3,3%	25,0%
65 üstü	Sayı		2	2	1	5	
	% Yaş		40,0%	40,0%	20,0%	100,0%	
	% Katılım		9,5%	66,7%	16,7%	8,3%	
	% Toplam		3,3%	3,3%	1,7%	8,3%	
Toplam	Sayı	30	21	3	6	60	
	% Yaş		50,0%	35,0%	5,0%	10,0%	100,0%
	% Katılım		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
	% Toplam		50,0%	35,0%	5,0%	10,0%	100,0%

35 yaş altı grubun % 58'i vadeli işlem borsaları açılır açılmaz, %35'i ise açıldıktan bir süre sonra aktif olarak bu borsalarda işlem yapmayı düşünüyor.36-50 yaş arası grubun da %60'ı hemen ,%30'u bir süre sonra bu borsalarda işlem yapmayı düşünüyor. Ancak ileri yaş gruplarına baktığımızda 51-65 arası %40 hemen, %40 bir süre sonra işlem yapmayı düşünürken 65 yaş üstü kesimin ancak %40 bir süre sonra işlem yapmayı düşünüyor. %60 'ının ya fikri yok ya da aktif katılımı istemiyor. Bu durumda açılacak vadeli işlem borsasının katılımcılarının tamamına yakınının 50 yaş altındaki insanlardan oluşması beklenen bir sonuçtur.

4.5.3 Katılımcıların Mesleklerinin Sorulara Verilen Yanıtlara Etkisi

Ankete katılanların mesleklerinin sorulara verilen yanıtları etkileyebileceği düşünülmüş, bu amaçla uygulanan ki-kare testinde 4 , 8 , 10 ve 14. sorulara verilen

yanıtlarda anlamlı farklılık elde edilmiştir (Önem seviyesi % 5 ve altında olan sonuçlar anlamlı kabul edilmiştir).

Tablo 10 : Katılımcıların Meslekleri ile Türev Piyasaların Türev Piyasaların Gerekliliği Konusundaki Görüşleri Arasındaki İlişki

			Gereklilik			Toplam
			Çok Gerekli	Gerekli	Gereksiz	
Meslek	Akademi- Öğrenci	Sayı	5	7		12
		% Meslek	41,7%	58,3%		100,0%
		%Gereklili	15,2%	28,0%		20,0%
		% Toplam	8,3%	11,7%		20,0%
	Bankacı- Finans Kur.	Sayı	12	9		21
		% Meslek	57,1%	42,9%		100,0%
		%Gereklili	36,4%	36,0%		35,0%
	Aracı Kurum	Sayı	16	1		17
		% Meslek	94,1%	5,9%		100,0%
		% Gereklili	48,5%	4,0%		28,3%
	Diğer	% Toplam	26,7%	1,7%		28,3%
		Sayı		8	2	10
% Meslek			80,0%	20,0%	100,0%	
% Gereklili			32,0%	100,0%	16,7%	
Toplam	% Toplam		13,3%	3,3%	16,7%	
	Sayı	33	25	2	60	
	% Meslek	55,0%	41,7%	3,3%	100,0%	
	% Gereklili	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
	% Toplam	55,0%	41,7%	3,3%	100,0%	

Anket katılımcılarının vadeli işlem borsalarının açılmasının gerekliliği konusunda verdikleri yanıtları dahil oldukları meslek grupları ile ilişkilendirerek incelediğimizde banka ve finansal kurum çalışanları ile aracı kurum çalışanlarının büyük çoğunluğu vadeli borsaların açılmasını çok gerekli geri kalanı da gerekli buluyor. Akademisyen ve öğrencilerin tamamı da vadeli borsaları gerekli veya çok gerekli buluyor. Bu gruplarda vadeli borsaları gereksiz bulan kimse yok. Ancak bu sektörün dışında yer alan 10 kişiden 2'si vadeli işlem borsalarının açılmasını gereksiz bulmuş. O halde görülüyor ki konu ile ilişkili olan kesimlerin tamamı bu borsaları çok gerekli bulurken sektör dışındakileri ufak bir bölümü gereksiz buluyor.

Tablo 11 : Katılımcıların Meslekleri ile Türev Piyasaların Kurulmayışının Sermaye Piyasalarına Etkisi Konusundaki Görüşleri Arasındaki İlişki

			Etki		Toplam
			Olumsuz	Etkisiz	
Meslek	Akademi- Öğrenci	Sayı	11	1	12
		% Meslek	91,7%	8,3%	100,0%
		% Etki	20,8%	14,3%	20,0%
		% Toplam	18,3%	1,7%	20,0%
	Banka- Finans	Sayı	21		21
		% Meslek	100,0%		100,0%
		% Etki	39,6%		35,0%
		% Toplam	35,0%		35,0%
	Aracı	Sayı	17		17
		% Meslek	100,0%		100,0%
		% Etki	32,1%		28,3%
		% Toplam	28,3%		28,3%
Diğer	Sayı	4	6	10	
	% Meslek	40,0%	60,0%	100,0%	
	% Etki	7,5%	85,7%	16,7%	
	% Toplam	6,7%	10,0%	16,7%	
Toplam	Sayı	53	7	60	
	% Meslek	88,3%	11,7%	100,0%	
	% Etki	100,0%	100,0%	100,0%	
	% Toplam	88,3%	11,7%	100,0%	

Anket katılımcılarını görevlerine göre akademisyen ve öğrenci, banka ve diğer finansal kurum çalışanı, aracı kurumda görevli ve diğer olmak üzere dört bölüme ayırdık. Her grubun vadeli işlem piyasası kurulmayışının sermaye piyasası üzerindeki etkisi hakkındaki düşüncesini değerlendirdiğimizde aracı kurum , banka ve finansal kurum çalışanlarının tamamının olumsuz etkisi olduğunu düşündüğünü, akademisyen ve öğrenci grubunun %91'inin aynı şekilde vadeli işlem piyasası kurulmayışının sermaye piyasasına olumsuz etkisi olduğunu düşündüğünü görüyoruz. Ancak bu sektörlerin dışında kalan ve anketi yanıtlayanların %16.7'lik bölümünü oluşturan diğer sektör çalışanlarının ancak % 40'ı olumsuz etkilenmenin olduğunu düşünüyor.

Tablo 12 : Katılımcıların Meslekleri ile Türev Piyasalarda İşlem Görme Amaçları Arasındaki İlişki

			Amaç				Toplam
			Düşünmeye nler	Korunma	Yatırım	Aracılık	
Meslek	Akademisyen- Öğrenci	Sayı	3	1	8		12
		% Amaç	25,0%	8,3%	66,7%		100,0%
		% Meslek	33,3%	12,5%	33,3%		20,0%
		% Toplam	5,0%	1,7%	13,3%		20,0%
	Bankacı- Finans Kur	Sayı		7	13	1	21
		% Amaç		33,3%	61,9%	4,8%	100,0%
		% Meslek		87,5%	54,2%	5,3%	35,0%
		% Toplam		11,7%	21,7%	1,7%	35,0%
	Aracı	Sayı				17	17
		% Amaç				100,0%	100,0%
		% Meslek				89,5%	28,3%
		% Toplam				28,3%	28,3%
Diğer	Sayı	6		3	1	10	
	% Amaç	60,0%		30,0%	10,0%	100,0%	
	% Meslek	66,7%		12,5%	5,3%	16,7%	
	% Toplam	10,0%		5,0%	1,7%	16,7%	
Toplam	Sayı	9	8	24	19	60	
	% Amaç	15,0%	13,3%	40,0%	31,7%	100,0%	
	% Meslek	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
	% Toplam	15,0%	13,3%	40,0%	31,7%	100,0%	

Ankete katılan akademisyen ve öğrencilerin %25'i vadeli işlem borsalarında işlem yapmayı düşünmezken %66 sı yatırım amaçlı işlem yapmayı düşünüyor. Banka ve finansal kurum çalışanlarının %33'ü korunma, %61'i yatırım amaçlı olarak bu borsalarda yer almayı düşünüyor. Finans sektörü çalışanları vadeli işlemleri alternatif yatırım aracı olarak gördüklerinden gelecekte yatırımlarını bu yöne kaydırma eğilimi içerisindedir. Aracı kurum çalışanlarının tamamı vadeli işlemler borsasına aracılık faaliyetlerini gerçekleştirmek üzere aktif olarak katılmayı düşünüyor. Diğer sektör çalışanlarının % 60'ı aktif katılımı düşünmezken %30'u bu borsaları yatırım amaçlı kullanmayı düşünüyor. Özetlemek gerekirse aracı kurum çalışanları aracılık faaliyetlerini gerçekleştirmek üzere bu borsada işlem yapmayı düşünürken diğer kesimlerde vadeli işlemleri en çok tercih nedeni alternatif bir yatırım aracı olarak görülmesidir.

Tablo 13 : Katılımcıların Meslekleri ile Türev Piyasaların Sanayici ve İhracatçı Kesimine Sağlayacağı En Önemli Avantaj Konusundaki Görüşleri Arasındaki İlişki

			Sanayici – İhracatçıya En Önemli Avantajı				Toplam
			Dünya Fiyatları	Maliyet Tasarruf	Riskten Korunma	Diğer	
Meslek	Akademisyen - Öğrenci	Sayı		3	7	2	12
		% Meslek		25,0%	58,3%	16,7%	100,0%
		% Avantaj		25,0%	25,0%	66,7%	20,0%
		% Toplam		5,0%	11,7%	3,3%	20,0%
	Banka- Finans Kur	Sayı	9	2	10		21
		% Meslek	42,9%	9,5%	47,6%		100,0%
		% Avantaj	52,9%	16,7%	35,7%		35,0%
		% Toplam	15,0%	3,3%	16,7%		35,0%
	Aracı	Sayı	6	4	7		17
		% Meslek	35,3%	23,5%	41,2%		100,0%
		% Avantaj	35,3%	33,3%	25,0%		28,3%
		% Toplam	10,0%	6,7%	11,7%		28,3%
Diğer	Sayı	2	3	4	1	10	
	% Meslek	20,0%	30,0%	40,0%	10,0%	100,0%	
	% Avantaj	11,8%	25,0%	14,3%	33,3%	16,7%	
	% Toplam	3,3%	5,0%	6,7%	1,7%	16,7%	
Toplam	Sayı	17	12	28	3	60	
	% Meslek	28,3%	20,0%	46,7%	5,0%	100,0%	
	% Avantaj	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
	% Toplam	28,3%	20,0%	46,7%	5,0%	100,0%	

Vadeli işlemlerin sanayi ve ihracatçı kesimine sağlayacağı en önemli avantaj konusunda verilen yanıtı meslek gruplarına göre ayırıp incelediğimizde : Akademisyen-öğrenci grubu ve aracı kurum çalışanları riskten korunmanın daha önemli olduğunu vurgularken bankacı ve finansal kurum çalışanları riskten korunmanın yanı sıra dünya fiyatları üzerinden ticaret yapma olanağının bulunmasının da en önemli avantaj olabileceğini savunuyor. Mamul maliyetinden tasarruf sağlanması ve diğer seçeneğini tercih edenlerin oranı nispeten daha azdır.

4.5.4 Katılımcıların Türev Piyasalar Konusundaki Eğitim Seviyelerinin Sorulara Verilen Yanıtlara Etkisi

Ankete katılanların türev konusunda almış oldukları eğitimin sorulara verilen yanıtları etkileyebileceği düşünülmüş, bu amaçla uygulanan ki-kare testinde 9 ve 16.

sorulara verilen yanıtlarda anlamlı farklılık elde edilmiştir(Önem seviyesi % 5 ve altında olan sonuçlar anlamlı kabul edilmiştir).

Tablo 14 : Katılımcıların Türev Piyasa Konusundaki Eğitimleri ile Türev Piyasalara Aktif Katılım Konusundaki Düşünceleri Arasındaki İlişki

			Aktif Katılım				Toplam
			Hemen	Sonra	Hayır	Fikri Yok	
Eğitim	İMKB Kursu	Sayı	13	4			17
		% Eğitim	76,5%	23,5%			100,0%
		% Katılım	43,3%	19,0%			28,3%
		% Toplam	21,7%	6,7%			28,3%
	Yurtiçi Eğitim	Sayı	8	4			12
		% Eğitim	66,7%	33,3%			100,0%
		% Katılım	26,7%	19,0%			20,0%
		% Toplam	13,3%	6,7%			20,0%
	Yurtdışı Eğitim	Sayı	3				3
		% Eğitim	100,0%				100,0%
		% Katılım	10,0%				5,0%
		% Toplam	5,0%				5,0%
Eğitim Almamış	Sayı	6	13	3	6	28	
	% Eğitim	21,4%	46,4%	10,7%	21,4%	100,0%	
	% Katılım	20,0%	61,9%	100,0%	100,0%	46,7%	
	% Toplam	10,0%	21,7%	5,0%	10,0%	46,7%	
Toplam	Sayı	30	21	3	6	60	
	% Eğitim	50,0%	35,0%	5,0%	10,0%	100,0%	
	% Katılım	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
	% Toplam	50,0%	35,0%	5,0%	10,0%	100,0%	

Vadeli işlemler konusunda İMKB kursundan veya yurtiçindeki başka herhangi bir kurstan eğitim alanların tamamı borsa açılır açılmaz veya açıldıktan kısa bir süre sonra aktif olarak işlem yapmayı düşünüyor. Yurtdışında eğitim görenlerin tamamı da borsa açılır açılmaz aktif olarak katılımı düşünüyor. Ancak vadeli işlemler konusunda herhangi bir eğitim almayan grubun % 67'si hemen veya sonra aktif katılımı düşünürken %33'ü ya hiç düşünmüyor ya da kararsız durumdadır. Buradan da görülüyor ki konu ile ilgili eğitimi olanlar bilinçli ve kararlı ancak yeterli bilgiye sahip olmayanlarda bir endişe ve kararsızlık söz konusudur. Eğitim ve tanıtım programlarının artırılması ve yaygınlaştırılması ile bu kararsız kesimin de aktif katılımının sağlanması mümkün olabilir.

Tablo 15 : Katılımcıların Türev Piyasa Konusundaki Eğitimleri ile Türev Piyasalardaki İşlemlerde Fiziki Teslimat Zorunluluğu Konusundaki Görüşleri Arasındaki İlişki

			Fiziki Teslimat Zorunluluğu		Toplam
			Evet	Hayır	
Eğitim	İMKB Kursu	Sayı	1	16	17
		% Eğitim	5,9%	94,1%	100,0%
		% Fiz.Tes.	5,9%	37,2%	28,3%
		% Toplam	1,7%	26,7%	28,3%
	Yurtiçi Eğitim	Sayı		12	12
		% Eğitim		100,0%	100,0%
		% Fiz. Tes		27,9%	20,0%
		% Toplam		20,0%	20,0%
	Yurtdışı Eğitim	Sayı		3	3
		% Eğitim		100,0%	100,0%
		% Fiz.Tes		7,0%	5,0%
		% Toplam		5,0%	5,0%
Eğitim Almamış	Sayı	16	12	28	
	% Eğitim	57,1%	42,9%	100,0%	
	% Fiz.Tes.	94,1%	27,9%	46,7%	
	% Toplam	26,7%	20,0%	46,7%	
Toplam	Sayı	17	43	60	
	% Eğitim	28,3%	71,7%	100,0%	
	% Fiz.Tes	100,0%	100,0%	100,0%	
	% Toplam	28,3%	71,7%	100,0%	

Vadeli işlemler konusunda eğitim düzeyleri farklı olan katılımcılara, tarımsal ürüne dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde fiziki teslimat zorunlu olup olmaması hakkındaki görüşleri sorulduğunda vadeli işlemler konusunda yurtiçinde veya dışında eğitim alanların tamamı ile İMKB kursuna katılanların % 94'ü fiziki teslimatın zorunlu olmaması gerektiği görüşünde Bu sözleşmeler sanal ortamda da alınıp satılabilmeli ve sadece tarımsal ürün üreticileri ile ihracatçı ve sanayici kesimi değil vadeli sözleşmeleri yatırım aracı olarak kullanmak isteyenler ya da spekülâtörler de tarımsal ürüne dayalı sözleşme alıp satabilmeli görüşünde birleşiyorlar.Konu ile ilgili herhangi bir eğitim almayanlar grubuna baktığımızda fiziki teslimatın zorunlu olması gerektiğini savunan % 57'lik bir grupta karşılaşıyoruz. Bu görüşün nedeni konu ile ilgili gerektiği kadar bilgi sahibi olmayışları ve bu sistemin dünyada nasıl işlediğini ve ne amaçlarla kullanıldığını bilmemeleri olabilir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Vadeli işlem sözleşmeleri, üzerinde anlaşılan bir varlığın önceden belirlenen fiyatta ve tarihte satın alınmasını ya da satılmasını sağlayan anlaşmalardır. Futures piyasaları ise bu sözleşmelerinin alınıp satıldığı teknik ortamı ve hukuki altyapıyı ifade eder. Futures piyasaların iki önemli elemanı futures borsası ve takas merkezidir. Takas merkezi, futures işlemleri ve para akımını dengeler; futures işlemleri karşılaştırır ve gerektiğinde uzlaştırır; işlemlerin finansal olarak doğruluğunu temin eder ve teslimat için gerekli koşulları sağlar.

Tarım kesiminde futures piyasaların varlığı, üreticinin fiyatlardaki dalgalanmalardan doğacak riskini bir başka kesime (spekülatörler) transferine imkan sağlar. Üreticinin fiyat riskine karşı korunmak için riski transfer etmesi futures piyasaların tarımsal ürün üreticilerine sağladığı önemli yararlarından birisidir. Bir diğer fayda ise futures piyasaların gelecekte beklenen fiyat yapılarını piyasa tarafından belirlenmiş şekliyle yansıtmasıdır. Böylece dünya piyasalarından sürekli bir bilgi akımının yansıtıldığı ve gerçek piyasa fiyatını bulmaya yarayan bir mekanizma oluşur.

Ülkemizde tarım sektöründe devlet desteği Cumhuriyet döneminden bu yana devam etmektedir. Ancak son yıllarda taban fiyat ve destekleme alımları politik malzeme olarak kullanılmaya başlamış bu da emisyonu arttırarak enflasyona sebebiyet vermiştir. Tarım sektörünün GSMH içindeki payı da son yıllarda azalmaya başlamıştır. Tarım sektörü ile uğraşan nüfusun toplam nüfusa oranı halen yüksek iken tarımsal üretimin toplam üretim içerisindeki payı düşmektedir. Bu bize tarım sektöründeki verimsizliği göstermektedir. Tarımda uygulanan destekleme politikaları ve taban fiyat uygulamalarının yanısıra serbest piyasa kurallarının işlediği futures borsaları kurulmalıdır.

Pamuk ve buğdayda vadeli işlemlerin olabirliği incelenecek olursa :

- Pamuk ve buğday üretimi , tüketimi, dış ticareti yüksek düzeydedir. Ürünler kıt değildir. Özellikle buğday temel besin maddesi olduğundan üretim miktarı ayrı bir önem taşır,
- Her iki ürün için de birçok üretici ve alıcı bulunmaktadır; devlet KİT'ler vasıtası ile alıcı rolünü üstlenirken buğday ve pamuk tüccarları diğer alıcıları

oluşturmaktadır; her iki ürün de borsa organizasyonunda geniş bir işlem hacmine sahiptir,

- Her iki ürün de homojen bir yapıya sahiptir, homojenlikten kastedilen ürünün belirli bir standardı olması ve değişik bölgelerde aynı standarda uygun ürünün yetiştirilmesidir,
- Pamuk tekstil sektörünün hammaddesidir. Buğday ise temel besin maddesi olması nedeniyle belli bir ticaret ve tüketim seviyesi mevcuttur,
- Her iki ürün de depolanmaya müsaittir,
- Her iki ürünün de fiyatı spot piyasada değişken olup spekülasyona müsaittir; üretici fiyat değişkenliğine karşı korunma isteyebilir ve ayrıca bu özellikleri sayesinde buğday ve pamukla doğrudan ilgisi olmayıp bu ürünler üzerinde spekülatif amaçlı yatırımlar yapmak isteyenlere caziptir.

Yukarıdaki sonuçların ışığında pamuk ve buğday vadeli işlemlere konu olmaya en uygun iki tarımsal üründür. Ancak altyapının düzenlenmesi, üreticinin üretim, tedarik , finansman, makina kullanımı, ürün pazarlaması konularında iradi bir şekilde teşkilatlanması, verimin artırılması, bunların pazarlama devresine daha etkin bir şekilde girmesinin sağlanması zorunluluğu vardır.

Türkiye’de kurulacak futures borsaları sayesinde yabancı sermayenin yurda gelişi cazip hale gelecek, üretici finans sıkışıklığından kurtulacaktır ve yeni bir yatırım aracı oluşacaktır. Fiyatlardaki aşırı dalgalanmalar ortadan kalkacak ve sanayiciler girdi maliyetini daha rahat hesaplayacaklardır. Bu da firmaların ekonomik aktivitelerini daha istikrarlı bir ortamda yerine getirmelerini sağlayacaktır. Makro anlamda bütün ekonomiyi de etkileyecektir. Bu uygulamalar hem kendi ekonomimizin ihtiyacı olduğundan hem de dünya ticaretinin serbestleştirilmesi çalışmalarının bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Türkiye’de kurulacak olan futures borsasının etkin şekilde faaliyet gösterebilmesinde denetimin rolü çok büyük olacaktır. Bilindiği üzere bu piyasalar bir taraftan riskten korunmayı sağlarken diğer taraftan risk spekülatoörler tarafından

üstlenilir. Eğer denetim yeterince yapılamazsa spekülasyon, futures piyasaların ana fonksiyonlarından olan riskten korunmayı tehlikeli duruma düşürecek kadar ön plana çıkabilir. Denetimin yeterli olmaması ve kanuni yaptırımların yeterli düzeyde olmaması halinde spot piyasayı ve bu piyasadaki fiyatları etkileme gücüne sahip firma ve kişiler, bu güçlerini spot piyasada suni olarak fiyatları hızlı biçimde arttırıp azaltmak için kullanabilirler. Fiyatlardaki hızlı ve ani değişiklikler birkaç katı ile futures piyasalarına yansıyacağı için büyük oranda spekülatif kazançlar elde edilebilir. Türk ekonomisinde spot fiyatların aşırı dalgalanması tarımsal hammadde fiyatlarında istenmeyecek ölçüde fiyat değişikliğine ve tarıma dayalı sanayinin olumsuz etkilenmesine de neden olur . Bu nedenle kuruluş sırasında denetim amacı ile kamusal nitelikli ve yatırım gücü olan bir kuruluş sistemde yerini tam olarak almalıdır.

Tarımsal ürüne dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin satıcı tarafını oluşturan üretici kesiminin bu konuda bilgilendirilmesi gerekmektedir. Bu noktada medyaya önemli görevler düşmektedir. Sözlü ve yazılı basın organlarında konuya geniş yer verilmeli ve üretici kesim konu ile ilgili bilgilendirilmeye çalışılmalıdır. Düzenli eğitim seminerleri düzenleyerek yatırımcı grubunu bilgilendirmeyi amaçlayan Vobaş A.Ş. üretici kesimine de yönelmeli ve Ziraatçi birlikleri ile koordine çalışarak düzenlenecek seminerler ve eğitim faaliyetleri ile üretici kesim bilinçlendirilmelidir.

EK 1 DÜNYA'DAKİ VADELİ İŞLEMLER BORSALARININ LİSTESİ ¹⁷¹

AMERİKA

- ◆ AMEX Options
- ◆ Board of Trade Clearing Corporation
- ◆ Chicago Board Options Exchange
- ◆ Chicago Board of Trade
- ◆ Chicago Merchandile Exchang
- ◆ Philadelphia Stock Exchange
- ◆ Pacific Options Trade
- ◆ New York Merchandile Exchange
- ◆ New York Board of Trade
- ◆ New York Cotton Exchange
- ◆ Minneapolis Grain Exchange
- ◆ Futurecom
- ◆ Coffee, Sugar& Cocoa Exchange
- ◆ MidAmerica Commodity Exchange Kansas City Board of Trade
- ◆ Kansas Board of Trade

KANADA

- ◆ Montreal Exchange
- ◆ Toronto Futures Exchange
- ◆ Toronto Stock Exchange
- ◆ Vancouver Stock Exchange
- ◆ Alberta Stock Exchange
- ◆ Bourse de Montreal
- ◆ Canadian Derivatives Clearing Corporation
- ◆ Montreal Stock Exchange Futures
- ◆ Winnipeg Commodity Exchange

BREZİLYA

- ◆ Bolsa de Mrcadorias & Futuros (BFM)
- ◆ Bolsa de Valores do Parana
- ◆ Borsa de Valores de Ro de

¹⁷¹ The Ifr Handbook of World Stock, Derivative and Commodity Exchanges, USA, 2002.

- ◆ Bolsa de Valores de Sao
- ◆ Bolsa de Cereais
- ◆ Bolsa de Generos Alimenticios
- ◆ Bolsa de Mercadorias

BELCİKA

- ◆ Brussels Exchanges

AVUSTURYA

- ◆ Wiener Borse

AVUSTRALYA

- ◆ Australian Stock Exchange
- ◆ Sydney Futures Exchange

DANİMARKA

- ◆ Copenhag Stock Exchange

FİNLANDİYA

- ◆ Helsinki Exchanges
- ◆ El-Ex The Electricity Exchange Ltd.
- ◆ Finnish Options Exchange Ltd.
- ◆ Finnish Securities and Options

İRLANDA

- ◆ Irish Futures&Options Exchange (IFOX)
- ◆ Irish Stock Exchange

HOLLANDA

- ◆ EOE-OPTIEBEURS
- ◆ Financie le Termijnmarkt Amsterdam N.V.
- ◆ Amsterdam Exchanges
- ◆ Amsterdam Power Exchange

İTALYA

- ◆ The Italian Stock Exchange

SİNGAPUR

- ◆ Singapoure International Money Exchange Ltd. (SIMEX)

İSVEC

- ◆ IM Innovations Marknaden

- ◆ Stockholms Fondbors
- ◆ OM Stockholm AB (OMS)
- ◆ PULPEX

RUSYA

- ◆ The Russian Exchange
- ◆ Moscow Central Stock Exchange
- ◆ Moscow Stock Exchange
- ◆ Nijny Noygorod Stock
- ◆ Russian Trading
- ◆ Saint Petersburg Stock
- ◆ Siberian Stock Exchange
- ◆ Inter-Republican Universal Commodity
- ◆ Ural Stock Exchange
- ◆ Moscow Interbank
- ◆ Siberian Interbank Currency Exchange
- ◆ St. Petersburg Futures Axchange
- ◆ St. Petersburg Monetary

JAPONYA

- ◆ Kansai Agricultural Commodities Exchange
- ◆ Kobe Raw Silk Exchange
- ◆ Nagoya Textile Exchange
- ◆ Osaka Textile Exchange
- ◆ Tokyo Grain Exchange
- ◆ Tokyo International Financial Futures Exchange
- ◆ Tokyo Stock Exchange
- ◆ Japan Chubu Commodity Exchange
- ◆ Nagoya Stock Exchange
- ◆ Japanese Securities Dealers
- ◆ Kanmon Commodity Exchange
- ◆ Yokohama

INGILTERE

- ◆ International Petroleum Exchange of London Ltd.
- ◆ London Commodity Exchange
- ◆ London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE)
- ◆ London Metal Exchange
- ◆ London Securities and Derivatives Exchange
- ◆ London Stock Exchange
- ◆ LSE's Electronic Trading Service
- ◆ OFEX
- ◆ International Petroleum Exchange
- ◆ London Clearing House
- ◆ OMLX, The London Securities

FRANSA

- ◆ Marche e terme International de France (MATIF)
- ◆ Marche des Options Negociables de Paris
- ◆ Bourse de Paris
- ◆ Le Nouveau Marche
- ◆ Marche a terme International
- ◆ Marche des Options Negociables

ALMANYA

- ◆ Baden – Württembergische
- ◆ Bayerische Börse
- ◆ Berliner Wertpapierbörsen
- ◆ Frankfurter
- ◆ Gruppe Deutsche Börse
- ◆ Neuer Markt
- ◆ Rheinisch – Westfälische
- ◆ Bremer
- ◆ Deutsche Terminbörse (DTB)
- ◆ Warenterminbörse

EK 2 VADELİ İŞLEM VE OPSİYON PİYASALARI POTANSİYEL MÜŞTERİ ANKETİ

Soru1. Yaşınız ?

- 20 – 35 arası
- 36 – 50 arası
- 51 - 65 arası
- 65 yaş üstü

Soru2. Göreviniz nedir?

- Akademisyen veya öğrenci
- Banka veya diğer finansal kurum çalışanı
- Aracı kurumda görevli
- Diğer

Soru3. Vadeli ve opsiyonlu işlemler konusunda herhangi bir eğitim aldınız mı ?

- İMKB kursuna katıldım
- Yurtiçinde bir başka eğitim aldım.
- Yurtdışında eğitim aldım.
- Herhangi bir eğitim almadım.

Soru4. Vadeli işlem ve opsiyon piyasalarının açılmasının ne derece gerekli olduğunu düşünüyorsunuz?

- Çok Gerekli
- Gerekli

- Az Gerekli
- Gereksiz

Soru5. Vadeli ve opsiyonlu işlemler borsasında yatırım yapmayı düşünen firmalar bu piyasalarda etkin olabilmeleri için sizce öncelikli olarak hangi alanda yeni düzenlemelere gitmek zorundadır?

- Personel
- Organizasyon
- Teknik altyapı
- Yeni düzenleme gerekli değil

Soru6. Finansal vadeli ve opsiyonlu işlemler piyasalarının Türkiye’de açılması durumunda,

spot piyasa işlem hacminde sizce ne gibi değişiklikler olabilir?

- Spot piyasa işlem hacmi artar
- Spot piyasa işlem hacmi değişmez
- Spot piyasa işlem hacmi azalır
- Fikrim yok.

Soru7. Hangi yatırımcıların vadeli ve opsiyonlu işlemlere en çok ilgi göstereceğini düşünüyorsunuz ?

- Yurtiçi bireysel müşteriler
- Yurtiçi kurumsal yatırımcılar
- Yurtdışı bireysel müşteriler
- Yurtdışı kurumsal yatırımcılar

Soru8. Türkiye’de finansal türev piyasaların bugüne kadar kurulmamış olması sizce sermaye piyasalarına yabancı ve yerli kurumsal yatırımcıların gelişini ne şekilde etkilemiştir ?

- Olumlu etkilemiştir.
- Olumsuz etkilemiştir.
- Bence bir etkisi olmamıştır.

Soru9. Türkiye’de kurulacak vadeli işlem borsasında aktif olarak işlem yapmayı düşünür müsünüz?

- Evet , açılır açılmaz.
- Evet açıldıktan bir süre sonra
- Hayır
- Fikrim yok.

Soru10. Eğer 9. soruya cavabınız ‘evet’ ise hangi amaçla işlem yaparsınız? (Birden fazla seçenek işaretleyebilirsiniz)

- Korunma amaçlı
- Yatırım amaçlı
- Aracı olarak

Soru11. Türkiye’de ilk vadeli işlem borsasının kuruluş yerinin İzmir olması sizce uygun mu?

- Çok yerinde bir seçim

- Uygun olabilir
- Uygun değil

Soru12. Eğer 11. soruya yanıtınız olumlu ise İzmir'in seçilmesinin getireceği en önemli avantaj sizce nedir?

- Serbest rekabete dayalı bir piyasa düzeni ve borsa geleneğinin yerleşmiş olması
- Önemli sanayi bölgelerine yakın eski ve köklü bir ticaret merkezi olması
- Bölgeye yüklü potansiyelde yerli ve yabancı finans sermayesi akışı olması
- Diğer

Soru13. İzmir'de açılacak olan vadeli işlem borsasında öncelikli olarak tarımsal ürünlerde pamuk ve buğdaya dayalı vadeli işlem yapılması kararı hakkında ne düşünüyorsunuz?

- Çok yerinde
- Olabilir
- Yanlış bir karar

Soru14. Tarımsal ürüne dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin öncelikli olarak sanayici ve ihracatçı kesimine sağlayacağı en önemli avantaj sizce nedir?

- Dünya fiyatları üzerinden ticaret yapma imkanı sağlaması.
- Mamullerin (stoklama, depolama) maliyetlerinden tasarruf sağlaması
- Uzun vadeli bağlantıları risk yüklenmeden gerçekleştirme olanağı
- Diğer

Soru15. Tarımsal ürüne dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin öncelikli olarak üreticiye sağlayacağı en önemli avantaj sizce nedir?

- Malını gerçek piyasa fiyatından satabilmek
- Geleceğe dönük üretim planlamasını daha gerçekçi verilere dayanarak yapmak
- Ürünlerin alım satımında kolaylık ve düzenli gelir elde edilmesi
- Diğer

Soru16. Tarımsal ürünlere dayalı sözleşmelerde sizce fiziki teslimat zorunlu olmalı mı?

- Evet
- Hayır.

Soru17. Tarımsal ürüne dayalı vadeli işlem sözleşme tanımları hangi para birimi üzerinden olmalıdır?

- Türk Lirası
- ABD Doları
- Euro
- Fikrim yok

Soru18. Tarımsal ürüne dayalı vadeli işlem borsasının ihtiyacınıza daha iyi cevap verebilmesi için ilave olarak neler önerirsiniz?

DİKKAT: Anket formunu dolduran kişinin :

Adı :

Soyadı :

Şirket Adı (varsa) :

Sizin veya Şirketinizin

Faaliyet Alanı :

Ünvan :

E-Posta Adresi :



KAYNAKÇA

- AKALIN Ö., Gülsüm : “ WTO’ya Doğru Türk Tarım Sektörünün Durumu” ,
Gümrük Birliği Sürecinde Türkiye Dergisi, Sayı No:23,
İstanbul , Haziran 1996.
- AKOVA, Yücel : Ticaret Borsaları Futures Piyasalar ve Futures Piyasaların
Türkiye’de Tarımsal Ürünlere Uygulanabilirliği, İGEME,
Ankara, 1995.
- AKSEL E., Ayşe : Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları, Yayın
No:21, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, Temmuz 1995.
- ARI, Mehmet : “Vadeli İşlemler Piyasaları ve İzmir Pamuk Vadeli
İşlemler Piyasası”, Hacettepe Üniversitesi, Ankara, Ocak
1999.
- ARIKAN, İlkay : Gelecek Borsaları ve Türkiye’de Olabilirliği, SPK Yayını,
Ankara, 1992.
- AYBARS, Ateşan : “Vadeli Emtia Borsaları”, Yeni Yüzyıl Gazetesi,
16.09.1996.
“ABD’de Piyasa Denetim ve Gözetimi”, Yeni Yüzyıl
Gazetesi, 04.09.1996.
- BEAVER H., William : George PARKER& Mark WOLFSON, Risk Management,
Stanford University Financial Services Research Initiative,
McGraw- Hill International Editions, U.S.,1995.
- BODIE, Zvie : Alex KANE & Alan J. MARCUS , Investments, Irwin
Publishing, 1996.

CBOT : The Ifr Handbook of World Stock and Commodity Exchanges, USA, 1996.
Trading in Futures, USA, 1997.
Taking Control Your Future, USA, 1996.
Introduction to Hedging with Futures and Options, USA, 1996.
Offering Farmers Cash Contracts, Grain Merchandiser Series , USA, 1996.

CHICAGO MERCANTILE

EXCHANGE: A World Market Place.

EDWARDS, Franklin R.: Cindy W. MA, Futures & Options, Mccraw Hill Book Company , Newyork, 1992.

ENGİNCAN, Yakup : Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Sermaye Piyasası Yayınları,İstanbul, 1996.

ERDEM, Yusuf : Vadeli İşlem Piyasaları ve Türkiye’de Oluşumunun Ekonomik Şartları, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Araştırma ve Planlama Müdürlüğü, Ankara ,1993.

ERDOĞAN, Niyazi : Uluslararası İşletme , Mali Risk ve Yönetimi ve Çağdaş Finansman Teknikleri, Kent Matbaacılık, 1995.

EREN, Ümit : Vadeli İşlemler Piyasaları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul , 1999.

EROL, Ümit : Futures Piyasaları Teorik ve Pratik, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No.190 , Ankara, Ekim 1994.

ERSAN, İhsan : Finansal Türevler, Literatür Yayıncılık , İstanbul ,1997.

- FERTEKLİGİL, Azmi : Türkiye’de Borsanın Tarihçesi , İMKB, No:3, Mart 1993.
- FINK, Robert : Robert E. FEDUNIAK , Futures Trading, NYIF Corp, 1988.
- GENCER, Oktay : Onur ERKAN, “GAP’ın Pamuk ve Pamuklu Dikim Sektörü Üzerine Olası Etkileri”, Hedef Dergisi , İTKİB Yayını, İstanbul, Ekim 1996.
- GÜCENME, Ümit : Türkiye Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler, T.Bankalar Birliği, Yayın No.181, Ankara , 1994.
- GÜMÜŞELİ, Saniye : Doviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri, T.B.B. Yayın No:179 , Ankara, 1994.
- GÜRLER, Metin : “Vadeli İşlemler Borsasının Türk Tarım Sektöründe Belli Başlı Ürünlerde Uygulanabilirliği”,Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 1999.
- İRTEM, Berna : A New Technique for Managing Interest Rate Risks, Swaps Proeding of Fourth Annual World Business Congress, IMDA, İstanbul, 1995.
- İSTANBUL TİC.ODASI: Türk Tarımında Buğdayın Yeri ve Önemi, İstanbul,1996.
Türk Tarımında Pamuğun Yeri ve Önemi, İstanbul,1996.
- İZMİR TİC. BORSASI : 1996 Yılı İktisadi Raporu, İzmir , 1997.
Vadeli İşlemler Borsaları İçin Temel Rehber, Yayın No:51, İzmir, Eylül 1993.
- KARSLI, Muharrem : Sermaye Piyasası Borsası Menkul Kıymetler, İrfan Yayıncılık ve Tanıtım Ltd.Şti. ,İstanbul , 1992.

- KILIÇ, Çiğdem : “Vadeli İşlem Piyasaları ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 1998.
- KIRKULAK, Berna: “Risk Yönetimi Açısından Opsiyon Piyasalar ve Avrupa Borsalarından Örnekler”, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, 2001.
- KOLB, Robert W. : Investments, Illinois: Scott, Foresman and Company, 1995.
- LEUTHOLD, Raymond : Joan C. JUNKUS & Jean E. CORDIER, The Theory and Practice of Futures Markets, Lexington Books, 1989.
- LIPSEY, Richard : Peter O. STENIER & Douglas D. PURVIS, Economics, 8th edition, New York: Harper ve Pow Publishers, 1987.
- MILLER, Roger LeRoy : Roger E. MEINERS , Intermediate Microeconomics, 3rd edition, New York : MC Graw-Hill, 1986.
- OLALI, Hasan : İzmir’de Pamuk Vadeli İşlemler Borsası’nın Ekonomik Yapılabilirliği, İTB Yayın No:47, İzmir, 1993.
- ÖZDİLEK, Berna : “Tarımsal Ürünlere Dayalı Vadeli İşlemlerin Tarım Politikası Üzerine Etkileri”, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir, 1998.
- ÖZKAN, Defne : Yeni Finansal Piyasalar (Opsiyon ve Vadeli Piyasalar Yayınlanmamış Yeterlilik Etüdü), SPK Yayını, Ankara, 1990.

- PENNINGS, M.E. Joost : Raymond M.LEUTHOLD, Commodity Futures Contract Viability: A Multisicipinary Approach, University of Illinois Urbagna Campaign, US, 1999.
- RITCHKEN, Peter : Options: Theory, Strategy and Applications, Harper Collins Publisher, U.S. , 1987.
- SART, F. Müşerref : “Futures Piyasaları”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir, 1997.
- SEIGEL, Daniel R. : Diane F. SEIGEL, The Futures Markets, Mcgraw Hill Book Company , ABD,1990.
- SEYİDOĞLU, Halil : Uluslararası Finans , Geliştirilmiş 2. Baskı , İstanbul , 1997.
- SHAEFFER, Bernie : The Option Advisor, John WileySons Inc., USA, 1997.
- THE IFR HANDBOOK OF: World Stock, Derivative and Commodity Exchanges, USA, 2002.
- TMO : Toprak Mahsulleri Ofisi Resmi İnternet Sitesi “ Ana Statü, Yayın No : 204” <<http://www.tmo.org.tr>> (Erişim Tarihi : 11.02.2004)
- TOBB : Ticaret Borsaları ve Vadeli İşlem Piyasaları, Ankara,1994.
- TUFAN, Ekrem : Futures İşlemlerin Piyasa Etkinliğine Olan Etkisinin Test Edilmesi , Anadolu Üniversitesi Yayın No : 1283 , Eskişehir, 2001.

- TUNCER, Haydar Oğuz : “Tarım Ürünlerinin Pazarlanmasında Vadeli İşlemler Piyasası”, Ankara Ticaret Borsası Dergisi ,Sayı:20, Ankara, Şubat 1997.
- TURANLI, Rona : Mikroekonomik Analiz, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1991.
- US DPT OF AGRICULTURE:“World Agricultural Production” , Circular Series WAP 04-99.
- US FEED GRAINS COUNCIL: İstanbul Semineri , Tierney Presantation, 1990.
- UZUNOĞLU, Sadi : Yeni Finansman Teknikleri, İstanbul , 1998.
- VOBAŞ A.Ş. : Eğitim CD’si 1, ‘Türev Araçlar’, İzmir, 2004.
<<http://www.vob.org.tr>>(Erişim T : 27.05.2004)
- WESTON, Fred : Eugene F. BRIGHAM , Essentials of Managerial Finance , 10th Edition, Harcourt Brace& Company International Edition, 1992.
- YILDIRIM, Sevdil D. : Risk Management Through Future Markets in Agricultural Sector and Evaluations for Turkey , SPK Yayın No : 88, August 1977.
- YILMAZ, K. Mustafa : Menkul Kıymetler Piyasasında Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar Kullanarak Oluşturulan Bazı Temel Stratejiler, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul , 1995.