

T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**VADELİ PİYASALAR
ve
TÜRKİYE UYGULAMASI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İlhan AĞUN

**Enstitü Anabilim Dalı : İŞLETME
Enstitü Bilim Dalı : İŞLETME**

Bu tez .. / .. / 199. tarihinde aşağıdaki jüri tarafından Oybirliği/Oyçokluğu ile kabul edilmiştir.

Jüri Başkanı

Jüri Üyesi

Jüri Üyesi

ÖNSÖZ

Dünya finans literatürüne her geçen gün yepyeni bir finansal ürün eklenirken, anonim şirket kavramının geliştirilmesi ile başlayan finansal devrimlerin ikincisini oluşturan türev ürünlerin Türkiye’de de daha fazla gecikilmeden uygulanması gerekli görülmektedir.

2000 yılında 100 milyar dolar civarında olacağı tahmin edilen dış ticaret hacmi ile ülkemiz gelişmekte olan ülkeler arasında ayrı bir konuma sahiptir (İthalat ve ihracat toplamı 95 yılı için 57 milyar dolar, 96 yılı için 66 milyar dolardır)(DİE,1997; DPT,1997). Dünya firması olma yolundaki ithalata ve ihracata dönük çalışan binlerce firma artık artan bir şekilde risk korunmasına ihtiyaç duymaktadır ve bu ihtiyaçlarını dış kaynaklı olarak gidermektense ülkemizdeki oluşumlarla gidermeleri, ülke yararına olacaktır. Son derece yetkin, genç ve dinamik, dünya ölçülerinde düşünebilen yetişmiş bir personelin varolduğu ülkemizde mevcut sorunların başında bürokratik engellemeler gelmektedir.

Türkiye’de vadeli işlemler konusunda yüzlerce kaynaktan söz etmek mümkündür. Fakat genellikle teorik ve birbirinin tekrarı şeklinde olan bu kaynakların herhangi birisi bile, bu çalışmada az yer tutan teorik kısmı oluşturmakta yeterli olabilmektedir. Burada asıl amaç Türkiye’de bu konudaki mevcut engellerin aşılması ve konuyla ilgili birtakım öneriler sunmak olduğundan, kaynak bulmakta güçlük çekilmiştir. Tüm bu olumsuz koşullara rağmen, şu ana kadar yüksek lisans düzeyindeki çalışmalarda pek fazla rastlanmayan bir oranda Türkiye gerçeklerine de değinilmiştir.

Bu çalışmadaki etkili yönlendirmeleri ve değerli katkılarından dolayı tez danışmanım Sayın Prof.Dr.Muharrem ÖZDEMİR’e sonsuz teşekkürlerimi ve minnetlerimi arz ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	ii
İÇİNDEKİLER.....	iii
TÜRKÇE ÖZET.....	vi
İNGİLİZCE ÖZET.....	vii
GİRİŞ.....	1
1. ŞİRKETLERDE RİSK YÖNETİMİ	3
1.1. Şirketlerde Risk Yönetimi.....	3
1.1.1. Riskten Korunma (Hedging) Yöntemleri.....	7
1.2. Yeni Mali Ürünler (Türevler).....	11
1.2.1. Türev Ürünlere Farklı Yaklaşımlar.....	14
1.2.1.1. Güven Sorunu.....	17
1.2.2. Geleneksel Sigorta ya da Türevler.....	19
1.3. Türev Çeşitleri.....	19
1.3.1. Forward.....	19
1.3.1.1. Döviz (Kur) Forwardı.....	20
i. Vadeli Döviz Kurunun Belirlenmesi.....	20
a) Faiz Kur Teorisi.....	21
b) Modern Teori.....	23
1.3.1.2. Faiz Forwardı.....	23
1.3.2. Futures Sözleşmeleri.....	24
1.3.2.1. Futures İşlemlerin Özellikleri.....	25
1.3.3. Options.....	29
1.3.3.1. Option Sözleşmesinin Fiyatı.....	30
1.3.3.2. Option Sözleşme Türleri.....	32
a) Döviz Opsiyon Sözleşmeleri.....	33
b) Faiz Opsiyon Sözleşmeleri.....	34
1.3.4. Swap (Takas) Anlaşmaları.....	35
1.3.4.1. Faiz Swapları.....	36
1.3.4.2. Döviz Swapları.....	37
1.3.4.3. Mal Swapları.....	38
2. VADELİ İŞLEMLER ve TARİHİ GELİŞİMİ	39
2.1. Tarihi Gelişim Süreci.....	39
2.1.1. Futures ve Forward Sözleşmelerinin Farklı Yönleri.....	41
2.1.2. Futures Borsaları.....	45
2.1.2.1. Üyelik ve Koşulları.....	45
2.1.2.2. İşleyiş.....	47

2.2. Futures Sözleşmeleri (Gelecek Sözleşmeler)'nin İşleyişi.....	48
2.2.1. Risk Transferi ve Spekülatörler.....	48
2.2.2. Hedging.....	49
2.2.3. Fiyat Oluşumu, Fiyatlandırma Mekanizması.....	52
2.2.3.1. Fiyatlandırma Mekanizması.....	54
2.2.3.2. Arbitraj İmkkanı.....	57
2.2.3.3. Sözleşmelerin Fiyatlamasında Teorik Yaklaşımlar.....	58
a) Belirsizlik Olmayan Ortamda Olması Gereken Fiyat.....	58
b) Belirsizlik Halinde Olması Gereken Fiyat.....	62
2.2.4. Marjin.....	64
2.2.5. Takas Odası.....	68
2.2.5.1. Oda Üyesi Olmanın Yarar ve Sakıncaları.....	68
2.2.5.2. Emir Tipleri.....	69
2.2.6. Mal Teslimi.....	71
2.2.7. Denetim.....	72
2.2.8. Gelişmiş Hedge Teknikleri.....	76
2.2.8.1. Spreadler.....	81
3. TÜRKİYE UYGULAMASI.....	84
3.1. Türkiye Uygulamasında Baz Riski.....	84
3.1.1. Türevlerin Ülkemizde Uygulanması İçin Gerekli Düzenlemeler.....	85
3.1.2. Öneriler.....	92
3.1.3. Futures'in İşe Yarayacağı Piyasalar.....	95
3.2. Bugüne Kadar Yapılan Düzenlemeler.....	96
3.3. Bankalardaki Uygulamalar.....	100
3.4. Mal Piyasaları ve İzmir Vadeli İşlemler Piyasası İZVİP.....	103
3.4.1. Vadeli İşlemlerin Mal Piyasalarına Olumlu Etkileri.....	103
3.4.2. İZVİP'in Altyapısı ve Hazırlıklar.....	106
3.4.3. Türkiye'de de Olmasını Gerektiren Nedenler.....	107
3.4.4. SPK'nın İtirazları.....	110
3.5. TL/\$ Esaslı Döviz Futures Sözleşmesi ve Borsası İçin Öneriler.....	112
3.6. Altın Futures Borsası.....	122
3.6.1. Sözleşme Vadeleri ve Büyüklükleri.....	122
3.6.2. Cazip Bir Pazar.....	123
3.7. Endeks Futures Piyasaları.....	123
3.7.1. Yatırımcı Gruplarının Özellikleri.....	126
3.7.1.1. Kişisel Yatırımcılar.....	127
3.7.1.2. Yerli ve Yabancı Kurumsal Yatırımcılar.....	128
3.7.1.3. Sözleşme Yapılması Aracılığına Yetkili Kuruluşlar.....	132

3.7.2. Hukuki Çerçeve.....	133
3.7.2.1. Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmesi.....	133
3.7.2.2. Sözleşmelerin Yapılacağı Borsalar.....	134
3.7.3. Gerekli Teknik Çalışmalar.....	136
3.7.4. Hisse Senetleri Endeksine Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Fiyatlaması.....	137
3.7.4.1. Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Fiyatlarını Etkileyen Faktörler.....	139
3.8. 500 Büyük Firmada Vadeli İşlemlerle Korunma İstatistikleri.....	142
SONUÇ	144
KAYNAKÇA.....	146
EKLER.....	148
EK A TİCARET BORSALARI VADELİ İŞLEMLER PİYASASI GENEL YÖNETMELİĞİ.....	148
EK B VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSALARININ KURULUŞ VE ÇALIŞMA ESASLARI HAKKINDA GENEL YÖNETMELİK	166
ÖZGEÇMİŞ.....	181

ÖZET

Globalleşme dünyamızı büyük hızla bir köye dönüştürmektedir. Dünya ülkeleri ile Türkiye'nin entegrasyonu ise büyük bir gecikme yaşanmadan gerçekleştirilmek zorundadır. Bu hedefe ulaşmanın en önemli araçlarından birisi de dünyada her geçen gün önemi daha iyi kavranan ve işlem hacmi giderek artan Vadeli İşlemler Piyasalarıdır. Bu çalışmanın temel amacı, Vadeli İşlemler Piyasaları ile yeni tanışmakta olan Türkiye'deki mevcut anlayış ve bilgi eksikliğini bir parça olsun gidermektir.

Çalışmada vadeli işlemler piyasalarının teorisinden çok bu piyasalara ilişkin farklı yaklaşımlar ile Türkiye'deki mevcut yapıyla birlikte öncelikle yapılması gereken çalışmalar ve öneriler ele alınmıştır. Gelişen dünya ticaretinde, sabit kur sisteminden esnek kur sistemine geçilmesi sonrasında gündeme gelen kur riski ve buna ilave olarak fiyat değişkenliği riski, öncelikle ithalatçı ve ihracatçı olmak üzere tüm dünya firmalarını risk yönetimine ağırlık vermek zorunda bırakmıştır. Hatta risk yönetimi, firmaların varlıklarını sürdürebilmeleri için rakiplerini geride bırakmaktan da öte önemli bir konuma yerleşmiştir. Çalışmada risk yönetimindeki farklı yöntemlere kısaca değinilmekle birlikte, en etkin bir risk yönetim aracı olarak vadeli işlemler piyasaları üzerinde durulacak ve Türkiye'de vadeli işlemler piyasalarının gecikmesinin nedenlerine değinilecektir. Mevcut altyapı özellikleri verildikten sonra halen kullanılmakta olan vadeli işlemlerin yanısıra kurulma hazırlıkları devam eden vadeli işlemler borsalarına değinilecek ve ayrıca kurulma aşamasında olan, kurulması düşünülen ve bunların dışında kurulması gereken vadeli işlem borsaları hakkında bir takım uyarı ve öneriler getirilmeye çalışılacaktır.

Bu çalışmada dünyadan ve Türkiye'den olmak üzere çeşitli akademik finans çevrelerinden farklı görüşler ele alınacak ve ayrıca kamu kurumlarınca hazırlatılan teknik çalışmalardaki görüşlere de yer verilecektir.

Sonuç olarak vadeli işlemler piyasalarının Türkiye’de oluşan konjonktürde artık kaçınılmaz olduğu ve bu konuda kaybedilecek bir dakika bile olmadığı görüşlerine yer verilmeye çalışılmıştır.

ABSTRACT

FUTURES MARKETS and TÜRKİYE APPLICATION

Key-words : Forward, futures, options, swap.

Globalization changes the world into a huge village rapidly. Therefore it’s necessary to realize an integration between Türkiye and world countries without being so late. One of the most important instruments of achieving that aim is futures markets whose trading volume expands day by day and whose importance is comprehended better. The main goal of this thesis is to remove wrong thoughts and make higher information level about futures markets which Türkiye was being introduced recently.

Instead of theoretical information, different approaches about futures markets was considered in this thesis and also existing infrastructure of Türkiye and works to be done firstly and suggestions were presented. In growing world trade, because parity and price risk arose after transition from fixed parity to dynamic parity, exporting and importing firms had to manage and hedge those risks. Nowadays risk management for every firms is more important than beating the competitors.

Although futures transactions were considered in this work, other risk management techniques were also mentioned shortly. The reasons of being late of Türkiye on futures markets were discussed. After giving existing infrastructure features, futures transactions being used and markets whose preparations of establishment continue were considered and then some warnings and suggestions about exchanges which are thought to be establish and which must be established.

In this thesis some opinions of academic financial authorities from Türkiye and the world were presented and also it has given place to approaches that were stated in technical studies prepared by public foundations.

GİRİŞ

Forward, futures, options, swap gibi vadeli işlemler birçoğumuzun halen ilgisini çekmeye devam etmektedir. Ancak 1990'lı yıllara girilirken üniversitelerimizde ders olarak okutulmaya, finansal dergiler ve yayınlarda adından söz edilmeye başlanan ve batıda kısaca "**derivatives**" yani "**türev ürünler**" adı ile tartışılan bu finansal ürünlerin geçmişi aslında yüz yıla yaklaşmaktadır.

Vadeli işlemler piyasalarının temel öğeleri olan forward, futures ve options kavramlarındaki genişleme potansiyeli ve hızı, önemli bir ihtiyacı karşıladıklarını göstermektedir. Rakamsal ifadelerle , 1987 yılında 1 trilyon dolar büyüklüğünde olan toplam türev ürün sözleşmeleri, 1995 yılında organize borsa ve OTC (Pazar dışı - Tezgah üstü) sözleşmelerinin toplamı olarak ele alındığında 10 trilyon dolar büyüklüğünü aşmış bulunmaktadır. Bu rakam, toplam Amerikan GSMH rakamının kabaca iki katına karşı gelmektedir ve her geçen gün katlanarak artmaktadır. ABD'deki tüm futures borsalarında yıl boyunca el değiştiren sözleşme sayısı 1960'ta 4 milyon iken 1990 yılında 276.5 milyon adede çıkmıştır. 1990 yılındaki haftalık miktar, 1960'taki yıllık toplam miktardan fazla olmaktadır (EDWARDS,1992).

Gerek tarımsal sektörde fiyat belirleme, ürün planlama ve fiyat değişkenliğine karşı korunma imkanları sunması, gerekse diğer tüm sektörlerde risk transferi imkanı sunması nedeniyle vadeli işlemler piyasaları, günümüz dünyasında mevcut fiyat değişkenliklerine ve ülkeler arasındaki ticarete var olan kur riskine karşı korunmak için vazgeçilmez bir araç olarak görünmektedir.

Ayrıca kaldıraç imkanı sebebiyle küçük meblağlarla büyük kazançlar sunabilmesi olasılığına dayalı olarak vadeli işlemlerin vazgeçilmez ögesi olan spekülâtörler için de cazip bir pazar niteliğindedir. Taşıdığı yüksek likidite özelliği, vadeli işlemler piyasalarının çekiciliğini daha da artırmaktadır.

Maliyetlerini sabitlemek amacıyla taşıdığı riski, olası yüksek kazançlardan vazgeçmek pahasına başkalarına devretmek isteyenlerle, olası yüksek kazançları umarak riski üzerine alan spekülâtörleri vadeli işlemler piyasaları buluşturmaktadır. Vadeli işlemler piyasalarının mantığını kısaca özetleyecek olan taslak aşağıda verilmiştir (NFA:National Futures Association, 1986).

	Futures sözleşmesi alma sebepleri	Futures sözleşmesi satma sebepleri
Korunanlar (Hedgers)	Bir fiyatı sabitlemek ve böylece fiyat artışına karşı korunmak	Bir fiyatı sabitlemek ve böylece fiyat düşüşüne karşı korunmak
Spekülâtörler	Fiyat artışından kar elde etmek	Fiyat düşüşünden kar elde etmek

1. ŞİRKETLERDE MALİ RİSK YÖNETİMİ

1.1. Şirketlerde Mali Risk Yönetimi

25 yıl önce kimsenin gündeminde olmayan kur ve fiyat riski, günümüzde yalnızca firmaların karlılığını değil, onların hayatını sürdürüp sürdürmemelerini de belirleyebilmektedir. Döviz kurlarında, faiz oranlarında ve mal fiyatlarındaki beklenmedik gelişmeler göz ardı edilemeyecek riskler oluşturmaktadır. Artık yalnızca en gelişmiş üretim teknolojisine sahip olmak, en ucuz işgücünü bulmak veya en iyi pazarlama takımını kurmuş olmak yeterli olmamaktadır. Mali fiyatlardaki değişkenlik (volatility) iyi yönetilen firmaların bile güçlüğe düşmesine yol açabilmektedir.

Kur ve fiyat riskinin ortaya çıkışı 1970'lerin başında olmuştur. Önce döviz kurlarında değişkenlik ve dolayısıyla risk baş göstermiştir. II.Dünya Savaşından beri kullanılan, doların parasal değerinin altına ve diğer para birimlerinin de belli formüllerle dolar para birimine bağlı olduğu *Bretton Woods* sistemi, 1973 yılında önce Avrupa paralarının daha sonra Japon Yeninin sistemin dışına çıkmaya mecbur kalmaları ile son bulmuştur. Bretton Woods'tan sonraki dönemlerdeki değişikliğin boyutları USD/DEM çaprazının 1970'lerin ortasında 4.0'lardan 1992 içerisinde 1.38'e kadar düşmesiyle gösterilebilir. Döviz kurlarındaki değişkenlik ister istemez ülkelerin ekonomilerine de yansımış ve pek çok ülke enflasyonla tanışmak zorunda kalmıştır. Enflasyonla mücadelede en önemli silahlardan biri de faiz oranları olduğu için, hükümetlerin bu silahı sıklıkla kullanması faiz oranları değişkenliğini beraberinde getirmiştir. Özellikle 1979 Ekim'inde Amerikan Merkez Bankası'nın para arzını kontrol etmek için faiz oranlarını bir günde %2 artırması bu riskin gündeme gelmesinde etken olmuştur. Nihayet yine 1970'lerin ortasında mal fiyatlarında değişkenlik gündeme gelmiştir. Doğal olarak burada ilk akla gelen petrol ve dolayısıyla OPEC krizleridir. Günümüzde ise pek çok

diğer metal ve madende, BDT ülkelerinin ellerindeki stokları piyasalara boşaltması nedeniyle aynı değişkenlik yaşanmaktadır.

Mali piyasalardaki fiyat riski ve değişkenliği, piyasalardaki rakipleri, bu riskleri kabul etmeye hazır -çoğu zaman bir bedel karşılığında- üçüncü kişileri bulma çabasına yönlendirmiştir. İşte risk yönetimi kavramı, bu kur ve fiyat riskini bertaraf etme çabaları olarak ifade edilebilir.

Konunun uzmanları gelişmiş ülkelerdeki risk yönetimini ve dolayısıyla türev ürünlerin şirketler tarafından neden kullanıldığını aşağıdaki nedenlere bağlamaktadır:

i. Borçlanma maliyetinin düşürülmesi: Bir kişinin, faiz oranlarının düşeceği yönünde bir görüş olarak şirketin sabit faizli borcunu değişken faize çevirmesi buna örnek olarak gösterilebilir, veya aynı kişi borçlanmasını rekabetçi avantaja sahip olduğu piyasada yapıp daha sonra istediği para cinsine swap(takas) ederek borçlanma maliyetini düşürebilir.

ii. Borçlanma kapasitesini artırmak: Örneğin sürekli dolar tahvili çıkaran bir petrol firması yatırımcıların kendi kağıdına olan talebinin azaldığını düşünüyorsa, petrole endeksli bir tahvil çıkarıp daha sonra istediği gibi swap ederek yeni bir borçlanma piyasası oluşturmuş olabilir.

iii. Firmaların net nakit akımlarını artırmak: Risk yönetimi, nakit akışlarında değişkenliği bertaraf edeceğinden uzun vadede firmanın net nakit akımı artacaktır (MÜMİNOĞLU, 1994:13).

Dördüncü bir nedenin de maliyetleri sabitlemek ve önünü net olarak görebilmek olduğu söylenebilir. Bunu bir örnekle açıklamak mümkündür: Bir firmanın inşaatı 3 yıl sürecek bir fabrikayı İtalya'da inşa edeceği varsayalım. Yönetim Kurulu Başkanı şu andan itibaren 3 yıl zarfında dolar/lira kurunun ne olacağı konusunda bir bilgiye sahip değildir, fakat yönetim kuruluna da fabrikanın ne kadara malolacağı konusunda hassas

rakamlar vermek zorundadır. Başkan böylece bir türev satın almakla bu sorunu çözebilecektir (KOSELKA,1994).

Risk yönetimi alanında önemli bir sorun, şirket yöneticilerinin, sorumluluk alanlarını için kendisini yönetmek ve dolayısıyla klasik anlamdaki risklerle mücadele etmek olarak görmeleridir. Hala pek çok firma faizlerin artışını veya kur yükselmesini biraz da kaderci bir yaklaşımla önüne geçilemeyecek bir olay veya bertaraf edilemeyecek bir risk olarak görmektedir. Bunun sonucu, kişiler “ithalatı forward kurdan bağlarım, ama ya kur yükselmezse “ veya “opsiyon satın alırım ama ya kur yükselmez de ödediğim prim boşa giderse” tarzında hadisenin mantığına aykırı düşünceler içine girmektedirler.

Bu konunun araştırmacıyı götürdüğü yer, esas olarak, şirketin finans bölümünün görevinin nasıl tanımlandığı sorusudur. Dünyada risk yönetimi tartışılırken üzerinde en çok durulan konu budur. Finans bölümünün asıl görevleri, eskiden beri şirketin likiditesini sağlamak ve nakit giriş ve çıkışlarını kontrol etmek olmuştur. Bu faaliyetler alt gruplarında muhasebe, bütçeleme ve analiz işlevlerini de içermişlerdir. Ancak 1970’lerde ortaya çıkan ve 1980’lerde daha da belirgin hale gelen kur ve fiyat riski olayı dünyada şirket organizasyonları içerisinde finansın rolünün yeniden tanımlanmasına ve performansının ölçülmesine neden olmuştur. Aslen karar verilmesi gereken soru şu olmuştur: Finans bir maliyet noktası mıdır? Yoksa bir kar noktası mıdır?

Eskiden finans bölümünün performansı sadece alacak ve borçların dengeli yürütülmesi ve gerektiğinde para bulunması ile ölçülürken, artık paranın olabilecek en ucuz şekilde bulunup bulunamadığı ve diğer mali risklerin bertaraf edilip edilemediği, performans ölçüsü haline gelmiştir. Bu şekilde bir “kar noktası” haline gelen finans bölümlerinde, kişiler başarılı risk yönetimleri ölçüsünde ödüllendirildiklerinden, risk yönetimi ürünlerini öğrenmeye ve sonrasında kullanmaya teşvik edilmişlerdir. Bazı çok uluslu şirketler, bu görüşü bir derece ileri götürerek grup içi banka görevi görecektir özel amaçlı şirketler kurma yoluna gitmişlerdir. Bu düşüncenin en aşırı ucu ise Japonya’da görülmüş ve pek çok tanınmış şirketin finans bölümleri sadece para kazanmak için spekülasyon amaçla türev ürünlerini kullanmaya başlamışlardır. “Zaitech” adı verilen bu

faaliyetler o kadar yaygınlaşmıştır ki, 1987 yılında Toyota'nın toplam karının %29'unu, Sony'nin ise %61'ini bu faaliyetlerden sağladığı açıklanmıştır. Elbette Zaitch'ten ağız yananlar da vardır. Örneğin, Shell şirketinin Japon iştiraki Showa Shell, 1993'ün Şubatında spekülative dolar/yen pozisyonundan tam 1.35 milyar dolar kaybettiğini açıklamıştır. İşin ilginç yanı, daha sonra spekülative pozisyonları alan elemanların bunu yapmaya hiç de yetkili olmadıklarının ortaya çıkmasıdır. Bu örnekler ileriki bölümlerde çoğaltılacak ve konuya farklı açılardan bakılacaktır.

Maliyet noktası mı yoksa kar noktası mı tartışmalarına getirilen son boyut ise finansın bir hizmet merkezi olarak düşünülmesidir. Bu görüş finans bölümünün diğer birimlerle son derece iç içe olduğu bir yapıyı tanımlamaktadır. Buna göre risk yönetimi stratejisi yapılırken şirketin uzun vadeli hedefleri tartışılmalı, mühim kararlarda finansın da etkileri aranmalı ve bu şekilde riskler doğduktan sonra tepki veren bir biçimde değil, doğmadan önce tedbirini alacak bir biçimde yönetilmelidir.

Türkiye'de finans fonksiyonu uzun zaman muhasebe ile eşanlı görülmüş ve ancak yeni yeni kendi kimliğini bulmuştur. Risk yönetimi kavramının benimsenmesi doğal olarak üst yönetimin, finans bölümünün fonksiyonunu nasıl belirleyeceği ile ilgili olacaktır.

Eğer Türkiye, batılı ülkelerin geçtiği yoldan geçiyorsa bu konudaki eğilimi iki etmen ortaya koyabilir:

Birincisi, gümrük duvarları kalkıp ticaret küreselleştikçe firmalar artık rekabetin sadece mal kalitesiyle ve ucuz işçilikle yapılmadığını, daha ucuza fon bulmanın, döviz riskini yönetmenin de rekabeti oluşturan unsurlar olduğunu göreceklerdir.

İkincisi, şirketlerin halka açıklık oranı arttıkça hissedarlar seslerini yükseltecekler ve şirket yönetiminden, klasik risklerin yanı sıra mali fiyat riskinin de aktif bir biçimde yönetilmesini isteyeceklerdir. Artık şirket yöneticileri “ ne yapalım faizler çok yükseldi, veya dolar çok arttı” açıklamalarını hissedarlara kabul ettiremeyeceklerdir.

Son olarak, risk yönetimi ürünlerinin kullanımının arttığı dönemlerin her zaman bir kriz sonrası olduğunu hatırlatmakta yarar vardır. FRA piyasaları 1979 Ekiminde Amerikan Merkez Bankası Fed'a, faiz oranlarını bir gecede %2 birden yükseltince canlanmıştır. Döviz opsiyonları hacmindeki 1993 yılında görülen büyük artışın sebebi 1992 Eylülünde yaşanan Avrupa Para Mekanizması krizidir.

Türkiye'de risk yönetimi ürünlerine ilginin az olmasının bir nedeni de, son on yılda ülkede bunlara benzer bir krizin olmaması, TL'ye değer kazandırma politikası yüzünden kişilerin artık bir devalüasyon korkusu yaşamamaları ve faizlerin Körfez krizi dönemi hariç çok büyük çaplı artışlar göstermemesidir.

Bankalara düşen görev Türkiye'de bir kriz yaşanmasını beklemeden hem bu ürünlerin ülkemizde geliştirilmesini sağlamak, hem de şirketlerin bilinçli kullanımını teşvik etmek olmalıdır(MÜMİNOĞLU, 1994:7-21).

1.1.1. Riskten Korunma (Hedging) Yöntemleri

Vadeli döviz piyasaları çerçevesinde geliştirilen yöntemlerin yanı sıra bazı daha az yaygın tekniklerle de döviz riskinden kaçınmak mümkün olabilir. Bunlardan bir kaç aşağıda açıklanmaktadır.

i. Ödünç Alma veya Borçlanma

Ödünç (borç-kredi), bir banka tarafından bir firmaya geçici bir süre kullanılması için verilen ve firmanın bunun karşılığında faiz ödediği bir fon transferidir. Ödünç işlemi sonucu firmanın kasasına giren bir fon akımı ve belli bir gelecekte de kasasından aynı miktar para artı faiz çıkışı söz konusudur. Bu sırada çok yaygın iki borç düzenlemesi yapılmaktadır:

- a) Sabit bir dönem için sabit faiz oranıyla avans verilmesi,
- b) Sabit bir dönem için piyasa faiz oranlarına göre değişen bir faiz oranı üzerinden kredi verilmesi.

Euro-para kredileri birinci, ABD'deki prime rate kredi avansları ile Avrupa'daki açık kredi avansları da ikinci durum için tipik örnektir.

Firmalar faaliyetlerini finanse etmek için gerektiğinde borç alırlar. Bir risk durumunda, borçlar yabancı döviz riskinin zaman çerçevesini değiştirir. Bir yabancı paranın borç olarak alımında risk, gelecekte bugüne kaydırılır. Alınan borcun geri ödenmesi, gelecekteki bir alımla denkleştirilebilir. Borçlanmanın net sonucu o anda yabancı paranın girişidir. Zaman fiilen devre dışı bırakılmaktadır. Ancak, yabancı paranın yerli para karşısındaki değerinin değişmesine bağlı risk devam etmektedir. Yabancı paranın yerli paraya dönüştürülmesi için yine de bir spot (peşin-vadesiz) anlaşma gereklidir.

ii. Yatırım (Fon Tahsisi)

Karşılığında faiz elde edilmek amacıyla belli bir dönem için yapılan fon tahsisi bir yatırımdır. Yatırım sonucu firmadan fonların dışarıya çıkması ve gelecek bir tarihte de para artı faiz geliri şeklinde firmaya geri gelmesi söz konusudur. En yüksek faizli fon tahsis şekli, sabit valörlü vadeli mevduatlar, mevduat sertifikaları, banka kabulleri, hazine bonoları ve ticari senetler gibi para piyasası yatırım araçlarıdır.

Genellikle firmalar, bugün için ihtiyaç duymadıkları fonları yatırma eğilimindedirler. Bir risk durumunda yatırım, yabancı döviz riskinin zaman çerçevesini değiştirir. Bu açıdan durum borçlanmaya benzer. Buna rağmen, borçlanma ve yatırım faaliyeti zamanla ilgili risk tipine göre birbirinden ayrılırlar. Eğer bir firma, yabancı bir paraya yatırım yapmışsa, risk gelecekte bugüne hareket eder. Yatırımda net sonuç yabancı para çıkışıdır. Zaman riski fiilen elimine olmuştur. Yabancı paranın yerli paraya göre değerinin değişme riski ise sürmektedir.

iii. Uyumlaştırma (Matching)

Uyumlaştırma yapan bir firma, aynı paradan aynı miktar ve aynı zamanda ters bir durum (pozisyon) oluşturarak riskli bir durumla mücadele edebilir. Üç ay sonra 1 milyon florin ödeme durumunda olan bir firma bilinçli olarak ürünlerini Hollanda'ya ihraç

ederek Hollanda florini elde etmeyi planlayabilir. Eğer şirket bunu başarır, yabancı döviz riskini tamamen ortadan kaldırmış olacaktır. Burada hem zaman hem de para unsurları düşünölmüştür.

Aslında uyumlaştırmanın başarılması kolay değildir. Firmanın ürettiği ürün her ölkede satılabilir veya girdi olabilir. Uyumlaştırma bir firmanın satın alma ve satış bölümlerinin, finansman bölümüyle işbirliği yapmasını gerektirir. Bu teknik daha çok büyük ve bir defaya mahsus risk durumlarında uygulanabilir. Ancak bu gibi durumlarda, uyumlaştırma için ihtiyaç duyulan zaman oluşturulabilir.

iv. Eşleştirme (Pairing)

Eşleştirme yapan bir firma risk taşıyan parayla ilişkili olarak aynı zamanda ve aynı miktarda ters bir durum oluşturarak riski eşleştirme yoluna gider. Eşleştirme ve uyumlaştırma arasındaki fark, akımın meydana getirildiği paradadır. Eşleştirme için aday para, riskli parayla hareket edecek bir üçüncü paradır. Üçüncü para, yerli paraya karşı değerlendiğinden veya değer kaybettiğinden, eşlenen para da değer kazanacak veya kaybedecektir. Örneğin B firmasına iki ay sonra Hollanda florini girişi olacak, bu sırada da firmadan Belçika frangı çıkışı olacaktır. Bu iki para ticarete birbirleriyle yakından bağlantılıdır ve bunların dalgalanmaları kendi merkez bankaları tarafından kontrol edilmektedir.

Eşleştirmenin başarılması, uyumlaştırmaya göre daha kolaydır ve şirket muhasebesine daha büyük esneklik sağlamaktadır. Eşleştirme, yabancı para riskinin potansiyel tesirini küçöltmek için bir girişimdir. Bunun için başlangıç durumundaki bir kayıp, bağlanmış paradaki bir kazançla dengelenecektir. Ancak eşleştirme, çift risk de yaratabilir. Eğer bağlanacak para yanlış seçilmiş ise, çifte kayıp meydana gelebilir. Eşleştirme, özellikle Avrupa para sisteminde olduğu gibi iki para aynı kurumsal düzenlemeyle birbirine bağlanmışsa daha etkin olarak kullanılabilir.

v. Öne Alma (Leading)

Öne alma, para ödeme veya alımının öne alınmasıdır. Eğer bir şirket 60 günlük bir senedi hemen öderse, bu bir erken ödemedir. Erken ödeme borçlu için bir iskonto sağladığı için bir ödüllendirmedir. Bu anlamda öne alma yatırıma çok benzeyen bir ödemedir. Yatırımda faiz, öne almada iskonto söz konusudur. Öne almada gelecekte ödenme zorunluğu olan yabancı paranın yani döviz riski, gelecekte bugüne doğru kaymaktadır. Her ne kadar zaman değiştirilmiş olsa da döviz riski devam eder.

Örneğin bir firmanın kendisine mal veren yabancı ülkedeki diğer firmaya 30 iş gününde ödeme yapmak zorunda olduğu varsayalım. Bu firma, borcunu daha erken ödemeye de karar verebilir. Bu şekilde erken ödeme yaptığında firma ödemesini öne almış olmaktadır.

Öne almayla borç alma arasında da bir benzerlik vardır. Eğer bir firma müşterilerinden ileriki bir tarihte kullanacağı paradan vazgeçmesini istemiş ise, müşteri ödemeyi kaydıracağı için şirketten bir iskonto talep eder. Böylece söz konusu firma, bir bankadan borç almak yerine kendisine doğru bir para akımı sağlamış olur. Dolayısıyla firma, bankaya faiz ödemek yerine müşterisine iskonto yapar. Böylece riskin zaman unsuru ortadan kalkar. Buna karşılık parasal risk (döviz riski) devam eder.

vi. Ayrı Para Birimleriyle Faturalama (Nesting)

Nesting, nakit riskini içeren bir portföy yaklaşımıdır. Sadece ihracat veya ithalat yapan bir firma eşleştirme veya çakıştırma yapamaz. Bunların yerine Nesting tekniğini uygulayabilir. Nesting tekniğini uygularken bir ihracatçı müşterilerine değişik para birimleriyle fatura gönderir. Diğer bir ifadeyle, ihracatçı bir dizi ülkeye mal satar veya malı müşterilerine üç ayrı parayla faturalayarak kendisine belli bir esneklik sağlayabilir. Listedeki bu paraların seçiminde şöyle bir yol izlenir: Yerli paraya göre her bir paranın değerindeki kayma sırasında tüm nesting paralar sabit bir değerde tutulur.

vii. Faturalama ve Para Koşulu Koyma

Bir firma sınır ötesi satışlarını faturalarken ya seçtiği paraya göre alım yapma (bu yerel para, ticaret yapılan ülke parası ya da üçüncü bir para olabilir) ya da gelecekteki gelir ya da harcama akımlarına göre ayarlama yapma avantajına sahip olabilir. Son yıllarda döviz kurlarında görülen dalgalanmalar, çeşitli para sepetlerine göre faturalamayı gündeme getirmiştir(PARASIZ,1992: 351-353)

viii. Para Piyasaları Yoluyla Korunma

Firmanın elinde bulundurduğu yerel fonlarla, değer kazanması beklenen yabancı dövizli spot piyasadan satın alıp, borcun ödeme vadesine kadar dövizli bir hesaba yatırması esasına dayanan bir korunma (hedging) yöntemidir. Bu yöntemin geçerli olabilmesi için, yerel paranın faiz getirisinin, dövizin devalüasyon ve plasman süresinde kazanılan faiz toplamından daha az olması gerekmektedir. Örneğin ülkemizde 3 aylık repo faizinin %75 olduğunu, ABD doları yıllık devalüasyonunun %50 ve döviz tevdiat hesabı faizinin %5 olduğu varsayıldığında bu yöntemin kullanılmasının mantığı bulunmamaktadır. Firmanın Türk lirası faizini alıp dönem sonunda spot piyasadan ABD doları satın alması daha doğru olacaktır (ERDOĞAN,1995).

1.2. Yeni Mali Ürünler (Türevler)

Dünya mali piyasalarında son yıllarda hızlı bir yenilik süreci yaşanmaktadır. 1960'ların başına kadar mali piyasaların dört temel taşı bulunmaktaydı. Bunlar banka mevduatı, ticari senetler, tahviller ve hisse senetleri idi. 1960'larda Eurodollar piyasasının kurulmasından sonra başlayan mali yenilikler akımı, bugün de tüm hızıyla devam etmektedir.

Mali piyasalardaki yenilik, literatürde çoklukla incelenmiş bir konudur. Bu konuda en sistematik çalışmalardan birini yapan Julian Walmsley adındaki bir yazar, yeniliği çeşitli şekillerde sınıflandırmıştır. İlk sınıflandırma, süreç yeniliği ve ürün yeniliği farkıdır. Süreç yeniliği mali piyasaların işleyiş biçimini değiştirirken, örneğin Swift sistemi gibi; ürün yeniliği de yeni mali ürünlerin (opsiyonlar gibi) ortaya konmasıdır.

Walmsley türlerine göre son bir sınıflamayı da şöyle yapmıştır: *Risk transferi yapan yenilikler*, örneğin futures, option, swap gibi.

Mali piyasalardaki yeniliklerin kaynaklarına gelinecek olursa, bunları Walmsley üçe ayırmıştır. İlk neden, piyasalardaki kıyasıya rekabet ve dolayısıyla farklılık yaratma ihtiyacı içerisinde yenilikler bulma gereğidir. İkinci olarak, Amerika ve Avrupa mali piyasalarındaki düzensizlik ve bankaların, üzerlerine sermaye yeterliliği baskısı binmesi sonucu, geleneksel faaliyet alanlarından çıkma ihtiyacıdır. Son olarak da göz ardı edilemeyecek bir unsur olarak teknolojideki gelişmeler gösterilmekte ve özellikle bilgisayar olmadığı takdirde, bu yeniliklerin pek çoğunun hayata geçmemiş olacağına değinilmektedir.

Yine mali piyasalardaki yenilikleri inceleyen ve bunun için “finans mühendisliği” tanımını kullanan John Finnerty, bu piyasalardaki yenilikleri üç ana türde sınıflandırmaktadır. Bunlar; tüketiciye yönelik ferdi bankacılık hizmetleri, menkul kıymetler konusunda yenilikler ve nihayet risk yönetimi veya türev ürünleridir.

1980’lerin ikinci yarısında başlayan bireysel bankacılık hizmetleri konusunda Türk bankacılığı hiç de küçümsenmeyecek bir gelişme göstermiş ve pek çok batılı ülke ile boy ölçüşebilir hale gelmiştir. Özellikle ATM kartı konusunda ulaşılan seviye gurur verici olmuştur. Tüketici kredileri bugün sektörde çok önemli bir yer tutmakta, buna karşın bu tür kredilerin geri dönmeme oranı dünya standartları seviyesinde (%1) kalmaktadır. Kredili mevduat uygulaması da yavaş yavaş yerleşmektedir. Kullanımdaki kredi kartı sayısı da hızla artmakta ve yine batılı ülkeler seviyesine yükselmektedir.

Menkul kıymetler konusundaki yeniliklere gelince, Sermaye Piyasası Kurulu’nun çabalarıyla Türkiye bu konuda da, daha çok teorik bir temelde olsa dahi, belirli bir ilerleme kaydetmiştir. 1981 yılında çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu’nu izleyen tebliğlerde *tahviller* tanımlanmıştır. 1986’da *finansman bonusu* ihracı serbest bırakılmıştır. Bu arada *kara iştirakli tahvil*, *hisse senedine çevrilebilir tahvil*, *kar-zarar ortaklığı belgesi* tanımlanmıştır. Devletin uygulamaları yüzünden kurumsal ihraççılar bu menkul kıymetlere pek rağbet etmese de, en azından yasal, muhasebe ve vergi

çerçevesi tam olarak oluşmuştur. Son olarak 1992 yılında *varlığa dayalı menkul kıymetler* sermaye piyasası kanununun çerçevesinde tanımlanmıştır ve çok kısa sürede büyük bir ilgi odağı haline gelmiştir.

Hisse senetleri tarafında ise, gelişmenin en güzel örneği İMKB'nin ulaşılmış olduğu işlem hacmi (Ekim 97 itibariyle günlük işlem hacmi yaklaşık ortalama 100 trilyon civarı yada 550 milyon \$/gün) ve halka açık şirket sayısındaki artıştır (Ekim 97 itibariyle 235 adet şirket). İMKB'nin yeni binasında otomasyona geçmesi ve takas hizmetlerinin de fiziksel kağıt üzerinden değil de, artık ileri borsalardaki gibi makbuzla yapılması, İMKB'nin dünyanın gelişmekte olan borsaları arasındaki kuvvetli yerini daha da pekiştirmiştir.

Mali yeniliğin yukarıda anlatılan ilk iki türündeki bu çok olumlu gelişmelere rağmen, üçüncü başlık olan risk yönetimi ve türev ürünler konusunda ülkemizde pek az yol alınmıştır. Türkiye'nin bu konularla ilgili durumu ileriki bölümlerde ele alınacaktır.

Mali kurumlar, söz konusu mali fiyat riskini bertaraf etme çabası içerisinde mali yenilikleri bulmuşlar ve nispeten kısa bir süre içinde aşağıdaki ürünler ortaya çıkmıştır:

- i. Döviz kuru değişkenliğine karşı, döviz futures piyasaları(1972), döviz swapları(1981), döviz opsiyonları(1982),
- ii. Faiz oranı değişkenliğine karşı futures piyasalar(1973), faiz swapları(1982), faiz opsiyonları(1982) ve FRA'lar(1983),
- iii. Mal fiyatları değişkenliği riskine karşı futures piyasaları (petrol 1978, diğer metaller (1983), mal swapları(1986) ve mal opsiyonları(1986) (MÜMİNOĞLU,1994:6-8)

1.2.1. Türev Ürünlere Farklı Yaklaşımlar

Türkiye'de mali piyasalarda, bankalar haricinde kurumsal karar vericilerin risk yönetimi konusunda bilgileri henüz istenen düzeyde değildir. Bunun ana nedeni bu ürünlerin bir çoğunun nisbeten yeni olmasının yanı sıra, şirketlerin finans işlerini yöneten kişilerin

görev tanımında risk yönetiminin yer almamasıdır. Ayrıca ilerde değinileceği gibi en üst düzey yöneticiler bile mali riski dış etkilere bağlı ve yönetilemez bir faktör olarak algılamaktadırlar. Ancak bu konuda, bankalara şimdiye kadar yerine getirmedikleri önemli görevler düşmektedir ki, o da müşterilerin eğitilmesidir. Bankaların bu eğitim görevini yerine getirmemeleri, şirketlerin bu ürünleri hafif tabiriyle ‘spekülasyon’ ağır tabiriyle ‘kumar’ olarak nitelendirmelerine yol açmaktadır. Bankaların hemen tümü risk yönetim ürünleri hakkında bilgiye sahipken ve bir kısmı da bunları şirketlere sunabilecek hazırlıkları yapmışken, bu olay bazı bankalar tarafından piyasaya, “müşterilerimize futures ve option borsalarında oynama imkanı” adı altında sunulmaktadır. Bu talihsiz pazarlama yöntemi şirketlerin bazılarında oluşan olumsuz etkinin pekişmesine yol açmıştır. Yine bilgi eksikliği, dünyada risk yönetimi araçları diye bilinen türev ürünlerden, Türkiye’de şirketlerin ‘çok riskli’ diye kaçmalarına ve ürünleri iyi tanımadıkları için hata yapma korkusuyla iyice uzaklaşmalarına neden olmuştur. Yine de bu kanaatleri, dünyada da yaşanan ve yaşanmakta olan birtakım olaylardan ötürü paylaşanlar olduğunu ve tartışmaların süregeldiğini söylemek mümkündür (MÜMİNOĞLU, 1994:19-20).

12 trilyon doları aşan pazarın devasa büyüklüğünün de doğruladığı gibi, şirketler türevlerin zararlarının yanısıra birçok faydalarını da görmektedirler. Intel, Merck ve diğerleri, faiz oranı ve kur dalgalanmalarının oluşturduğu riskleri yönetmek amacıyla türevleri başarıyla kullanmaktadırlar. Bu tür tecrübeler, rekabet unsurunu ortaya koyabilir, fakat şimdi en karmaşık türevlerin nasıl çalıştığını anlamak bile, rekabete ilişkin bir gereklilik olacaktır. Buna bağlı olarak bazı şirketlerin büyük kayıplarına rağmen, Amerika’nın en büyük şirketlerinden 200’ünün %92’si, türevleri kullanmaya devam etmeyi planladıklarını söylemektedir.

Türevlerin ısırın veya sokan hayvanlar gibi oldukları buna rağmen onları evcilleştiren şirketlerin, rekabet avantajını elde ettikleri ifade edilmektedir (PARE, 1994).

Bankalar gibi finans piyasasına dayalı kurumlar için belli bir risk her zaman söz konusudur fakat şirketlerin bu gibi araçlardan sakınması mümkündür. Türev araçlardan kaçınmanın birçok şirket için gereksiz risklere girmek veya büyük fırsatlar kaçırmak

anlamına gelebileceği, dolayısıyla ciddi bir yanlış olacağı tezi günümüzde tartışılmaktadır. Bu, gerçek olsa bile, türevlerden sakınma tercihi ilk elden reddedilemez durumdadır. Bunun nedeni, birçok yöneticinin düşündüğü gibi türevlerin fazla riskli olması değildir. Asıl neden, türev kullanımının çoğu şirketin değerini artırmamasıdır. Türevlerin etkin kullanılması fırsatı zannedildiği gibi fazla değildir ve böyle bir fırsat çıktığında bu fırsattan yararlanmak uygulamada pek kolay olmayabilir.

Yatırım bankaları, muhasebe ve finans mesleğini yürütenler ile iktisatçılar ve türevlerden para kazanan diğerleri, yanlış satışın pet az olduğunu iddia ederler. Sorunun türevin beklenen sonucu vermemesinden değil, hile, yanlış anlama veya yanlış kullanımdan kaynaklandığını savunurlar.

Türevlere ilişkin tartışmalar bugüne dek bankacılık sektöründe yoğunlaşmıştır. Bunun nedeni, türevin en çok bu sektörde kullanılması ve bir bankadaki problemin bütün finans sisteminde zincirleme etki (“sistemik risk”) yaratacağı korkusudur.

Finans dışı şirketlerde türev kullanımının çok az sistemik risk getirdiği yönünde yaygın bir görüş vardır. Yine de bu görüş, gibi mali işlemleri yoğun olan şirketler için geçerli olmayabilir. Diğer yandan gerek teorideki gerekse pratikteki büyük farklar nedeniyle bu tartışma fazla geliştirilememektedir.

En yaygın hedefler, zarar ihtimalini karşılamak için aksi yönde riske girmek ve şirketin döviz kuru, faiz oranı veya mal fiyatlarındaki değişiklikler nedeniyle ortaya çıkacak bazı riskleri azaltması şeklinde olmaktadır. Zarar ihtimalini karşılamak için girilen risklerde hangi alanda (bilanço, toplam nakit akışı veya özel projelerden beklenen gelir) istikrar sağlamanın gözetileceği tartışmalıdır. Ayrıca bazı şirketlerin zarar ihtimalini karşılamak için girilen riskten anladığı şey, özel bir finans veya mal piyasasında beklentiler paralelinde pozisyon almaktır. Kaldı ki bu, şirketin girdiği riski azaltmak yerine artırır. Zarar ihtimalini karşılamak için alınan risk, tanımı gereği, kar hedeflemeyen bir etkinliktir; buna rağmen bazı şirketlerin türevleri spekülasyon amaçlı olarak kullandığı bilinmektedir.

Korunma ve spekülâtif amaçlı kullanımın arasındaki ince çizgiyi çizmek kolay değildir. Fakat, örneğin, bir sabun üreticisi, işin gereğini aşacak şekilde spekülasyona başvurursa, bu durum hissedarlara söylenmelidir. İnsanlar bir sabun üreticisi firmaya yatırım yapmak istedikleri için hisse almaktadırlar; eğer sürekli türevlerle oynayan bir firma hissesi almak isteselerdi, spekülâtif amaçlı başka bir firma hissesi almayı tercih edeceklerdi. (KOSELKA; 1994).

Pratikteki bu karşıt uygulamalar teorik alanda da yansımaları buluyor. Bazı teorisyenler zarar ihtimalini karşılamak için girilen riski, öngörülü bir yönetim anlayışı gibi görülmesine rağmen, yanlış buluyor. Bunun bir nedeni, hissedarların portföylerinde çeşitli şirketlerin hisselerini bulundurarak bu riski daha maliyetsiz bir biçimde savuşturabilmesidir. Teorisyenlerden bazıları şirketlerin zarar ihtimalini karşılamak için kesinlikle riske girmemesi gerektiğini savunuyor. Bazıları ise başka seçenek olmadığında bunun yapılabileceğini düşünüyor. Örneğin şirketin ödeyeceği vergi veya iflas riski azalacaksa. Yine de temel bir rekabet unsuru söz konusu olduğunda bu kararın mutlaka alınması gerektiğini savunanlar vardır.

Şirket, riske girme kararı alsan bile uygulamada büyük sorunlarla karşılaşacaktır. Şirket, başlangıç aşamasında yanlış kullanım ve hileye karşı kontrol sistemlerinin bulunduğundan emin olmalıdır. Daha da kötüsü, son gelişmelere rağmen, enflasyon ve iktisadi durgunluk gibi önemli risk unsurlarına karşı doğrudan riske girmek mümkün değildir. Bu nedenle, başka risk yönetimi biçimlerine girmesi (örneğin, işin formunu değiştirmesi yada bono, nakit, hisse senedi gibi geleneksel finans araçlarına başvurması) gerekmektedir (Power, 1997).

1.2.1.1. Güven Sorunu

Türevlere ilişkin en önemli soru, bunların güvenli olup olmadığıdır. Bu soru üç başlıkla bağlantılıdır: Satıcı türevin ne işe yaradığını ne kadar anlıyor? Türev ne için kullanılıyor? Türev kendi içinde ne tür riskler barındırıyor? İlk iki soru, üründen çok alıcının özellikleriyle ilişkilidir. Türevlere atfedilen sorunların çoğu, aslında hisse senetlerine yatırım yapıldığında da kolaylıkla ortaya çıkacak türde sorunlardır.

Türevler çok fazla karmaşık gelebilir ve karmaşıktır da. Servet kazandırabilir veya kaybettirebilirler ve çokça örnekleri görülmüştür de. Bu sebeple bu iş, oyunu anlayanlara ve kaybetmeye gücü yetenlere bırakılmalıdır (KOSELKA, 1994).

Bu karmaşık ürünler, yatırımcılar için iki tehlike oluşturabilmektedir. Birincisi, oldukça yüksek kaldıraç etkisi vardır, öyle ki, %1'lik bir faiz oranı değişimi, %10 veya daha fazlası bir kayıp veya kazanç getirebilmektedir. İkincisi, bazen nispeten düşük likiditeye sahiptirler. Hisse senedi ve tahviller gibi düzenli olarak alım satımı yapılmadığından fiyatlaması ve vaktinde satılabilmesi zordur. Standard & Poor's'un bir yetkilisi, "Türevler iyi pazarlarda iyidir ve kötü pazarlarda korkunçtur. Problemler ortaya çıkarsa, likidite düşer" diyerek ikinci tehlikenin gelişmemiş veya oturmamış kısacası kötü pazarlar için söz konusu olacağını ifade etmektedir. Gelişmiş pazarlar için böyle bir tehlike olmadığı gibi nispeten çok yüksek likidite olduğu ifade edilmektedir (SIMON, 1994).

Türevlerle doğrudan bağlantılı olarak üzerinde en çok durulan risk, sistematik risktir. Bir türev sözleşmesindeki kayıplar bir bankayı batırdığında, zincirleme etkiyle bütün mali sistem zarar görebilir. Bu durum dünya çapındaki mali düzenleyicilerin uykusunu kaçırmaktadır. Mali düzenleyiciler bu sebeple, bankaların türev etkinliklerini tam olarak açık yürütmelerini talep etmiş ve bankaları potansiyel kayıpları karşılamak için bir kenarda sermaye bulundurmaya zorlamışlardır. Başka kontrol mekanizmaları da oluşturulmaktadır. Yine de, türevler hiçbir şekilde sistematik riskin tek kaynağı değildirler.

Finans-dışı kurumlar türevleri kullanırken üç temel riske dikkat etmelidir. Birincisi **piyasa riski**: türevin değerinin değişmesi olasılığı. Bu risk, bono yada hisse senedi satın alındığında ya da nakit bulundurulduğunda da geçerlidir. Ancak türevde kaldıraç faktörü olduğundan risk katlanarak artabilmektedir.

İkinci risk, **temel risk**'tir. Kullanılan türev, riske girilmesi hedeflenen alanla tam olarak uyumlayabilir; bu nedenle söz konusu varlığın değeri düştüğünde, türevin değeri beklendiği kadar artmayabilir. Üçüncü risk, **kredi riski** veya karşılıklı risktir. İlgili

kurumun sorun yaşaması ve ödemeyi yapamaması durumunda ortaya çıkar. Türev satın alınırken kredi riskinin borç almaktan az olduğu unutulmamalıdır. Türevi yenilemenin maliyeti, yalnızca ilk sözleşmenin imzalandığı tarihteki değer ile piyasadaki mevcut değer arasındaki farktır. Borç söz konusu olduğunda, maliyet borç alınan tutarın tümüdür. Bankalardan satın alınan türevlerin kredi riski diğerlerine göre daha fazladır. Diğer kurumlar, bankaların aksine, nakit ödemeye potansiyel kayıpların karşılanmasını sağlar. Ancak bu nedenle şirketin nakit sıkıntısı çekme olasılığı artar. Türevi satan şirketin mali gücü hakkında kuşku varsa, bu işe hiç girmemek en akıllıca yoldur. Türevler bankalarla şirketler arasındaki ilişkiyi sarsmıştır. Eskiden bankalar müşterileri olan şirketleri araştırırken, artık şirketler bankaları araştırıyor.³⁻⁷

Türev piyasası bir bütün olarak hızla büyümesine rağmen bazı boşluklar içermektedir. Belli başlı döviz türleri dışında uzun-vadeli döviz sözleşmeleri satın almak yada süresi birkaç yılı geçecek biçimde tüketici fiyatlarına endeksli futures satın almak mümkün değildir. Finans kuruluşlarının dışındaki şirketler, üç-beş yıl gibi uzun vadeli mali riskleri öngöremedikleri için uzun vadeli sözleşmelere girememekten fazla rahatsız olmamaktadır.

1.2.2. Geleneksel Sigorta ya da Türevler

Büyük şirketlerin risk yönetiminden sorumlu uzmanlara göre, önümüzdeki yıllarda gelişme çizgisi, bugünkü istikrarlı, düşük enflasyonun kalıcı olup olmayacağına bağlı olacaktır. Bugünkü durum sürerse, gelişim yavaşlayacaktır. Birkaç yıl içinde enflasyon oranı artarsa ve hisse senedi-bono piyasaları gerilerse, yeni tip türevlere talepler artabilir. Enflasyon oranının düşük kalacağı varsayımıyla yeni türev pazarlarının gelişmiş pazarların seviyesine çıkacağını, karşılıklı riskin azaltılması için çareler bulunacağını ve geleneksel sigorta politikalarının yerini finansal türevlerin alacağını söylemek mümkündür.

Büyük çöküşleri kapsayan bazı sigorta politikaları hem pahalı hem de arz yönünden yetersizdir. Türevler aracılığıyla kapasiteyi artırmak ve sigortanın fiyatını düşürmek yönünde çabalar vardır. Chicago Board of Trade, belli süreler ve bölgelere spesifik “**kasırğa futures**”ları satmaktadır. Bu sözleşmeler bir süre fazla müşteri bulamamasına rağmen ABD’de bu tür doğal afetler sık yaşandığı için son dönemde rağbet görmeye başlamıştır. Ayrıca Wall Street şirketleri “Act of God Bonds” (doğal afet bonoları) satmaktadır. Bu bonolar, geleneksel borçlara benzemekte fakat doğal afet gibi olaylarda şirketi yükümlülüklerden muaf tutmaktadır(POWER, 1997).

1.3. Türev Çeşitleri

Günümüzde risk yönetimi araçları veya türev ürünleri denince akla gelen “dört kardeş” ürün esasında sırayla birbirlerinden türemişlerdir. Bunlar forward’lar, futures’lar, swaplar ve opsiyonlar’dır.

1.3.1. Forward

Bu dört kardeş arasında en eski ve bu yüzden de en kolay olanı forward anlaşmalardır. Basit anlatımıyla bir forward sözleşmesi sahibini belli bir finansal varlığı (döviz, faiz veya mal) belli bir tarihte, belli bir fiyattan almaya mecbur tutan bir anlaşmadır. Eğer vadede oluşan fiyat, sözleşme fiyatından yüksekse sözleşme sahibi kar eder; eğer fiyat düşükse alışveriş daha yüksek olan sözleşme fiyatından yapılacağından sözleşme sahibi zarar eder.

Forward sözleşmesinin bu temel özelliğinin yanı sıra iki belirgin özelliği daha vardır. **Birincisi**, kredi riskinin yani, anlaşmaya uymama riskinin her iki tarafta da mevcut olması; **ikincisi** ise, sözleşmedeki değer ancak vadede ortaya çıkması, sözleşme başlangıcında veya sürecinde hiçbir ödeme yapılmamasıdır.

Forward sözleşmelerinde **gelecekteki fiyatı belirleyen unsurlar**, finansal varlığın bugünkü değeri, onu gelecekteki bir döneme taşımanın maliyeti ve onu elde tutmanın getirisidir.

1.3.1.1. Döviz (Kur) Forwardı

Forward piyasaları ağırlıklı olarak döviz kurları ve faiz oranları için oluşmuştur. Döviz forwardlarının dayandığı mantık, Fisher Paritesi'nden yola çıkan faiz oranları paritesidir. Kısaca bu paritenin söylediği iki ülke paraları arasında, enflasyonu ve dolayısıyla faiz oranları daha yüksek olanın para biriminin diğerine göre değer yitireceği ve bu değer yitirmenin boyutlarının iki ülke faiz oranları arasındaki farkın bir fonksiyonu olacaktır.

i. Vadeli Döviz Kurunun Belirlenmesi

Vadeli döviz kurunun belirlenmesine ilişkin başlıca iki teori ileri sürülmüştür: Geleneksel Faiz Kur Teorisi ve Modern Teori.

a) Faiz Kur Teorisi (Interest Parity Theory)

Ulusal para piyasalarında faiz hadleri farklı ise, sermaye hareketlerinin tümüyle serbest olması, kambiyo sınırlamalarının bulunmaması halinde, bu farklılık, yatırımcıları fonlarını faiz haddi düşük finansal pazarlardan daha yüksek olan pazarlara doğru aktarmaları, daha teknik bir deyişle faiz arbitrajı yapmaları konusunda özendirici bir etki yapar. Ancak yatırımcılar, faiz farkı ile birlikte kur riskini de dikkate almak, hesaba katmak durumundadır.

Faiz kur teorisi matematiksel olarak şöyle formüle edilebilir:

A ülkesinde P tutarında parasal birikimi olan bir yatırımcı, birikimini kendi ülkesindeki para piyasasında değerlendirebileceği gibi, kendi ülkesi dışındaki para piyasalarında da (B ülkesinde) değerlendirebilir. Kendi ülkesinde değerlendirdiği taktirde belli bir süre sonra eline geçecek tutar :

$$P (1 + i_A X/360)$$

i_A , A ülkesindeki faiz oranını

X, vadeyi göstermektedir.

B ülkesinde değerlendirdiği taktirde, X gibi bir süre sonunda eline geçecek tutar:

$$P S_{rt} (1 + i_B X/360) / F$$

S_{rt} , t tarihindeki A ve B ülkelerinin para birimleri arasındaki spot kuru,

$P S_{rt}$, B ülkesindeki para birimine çevrildiğinde t tarihinde yatırımcının eline geçecek tutarı,

F, iki para birimi arasında vadeli döviz kurunu göstermektedir.

$$P (1 + i_A) < P S_{rt} (1 + i_B) / F$$

olduğu sürece yatırımcı fonu (B) ülkesinde değerlendirecek, A ülkesinden B'ye doğru bir sermaye akımı olacaktır. Başka bir deyişle A ülkesindeki yatırımcılar faiz arbitrajından yararlanacaklardır.

$$\Pi = [P S_{rt} (1 + i_B) / F] - P (1 + i_A)$$

tutarında arbitraj karı elde edeceklerdir.

Ancak A ülkesinden B'ye sürekli kaynak akışı, B ülkesinde faiz oranında düşüşe neden olurken, A ülkesinde de faizlerin yükselmesine dolayısıyla faiz arbitraj olanağının ortadan kalkmasına yol açacaktır.

Faiz kur kuramına göre, faiz arbitrajı, vadeli döviz kurunun iki para piyasası arasında fon akışının karlı olmadığı düzeyde oluşmasını sağlayacaktır. Bu kurama göre, vadeli döviz kuru para piyasaları arasında faiz farkını giderici, dolayısıyla bu piyasalar arasındaki fon akışını karlı olmaktan çıkararak denge kurudur. Bu ifade şöyle yazılabilir:

$$P (1 + i_A) = P S_{rt} (1 + i_B) / F^0$$

F^0 denge kurunu göstermektedir.

$$F^0 = \frac{PS_{rt}(1+i_B)}{P(1+i_A)} = \frac{S_{rt}(1+i_B)}{1+i_A}$$

$$F^0 = S_{rt} + S_{rt} (i_B - i_A)$$

Bir örnekle vadeli denge kurunun nasıl hesaplandığı açıklanabilir:

Örnek: A ülkesinde faiz %12, B ülkesinde %8, A ülkesinin para birimi ile B ülkesinin para birimi spot kuru, $S_{rt} (A/B) = 1.60$ 'tır. Altı ay vadeli denge kuru:

$$F^0 = (S_{rt} + S_{rt} (i_B / 2 - i_A / 2)$$

$$F^0 = 1.60 + 1.60 (\%4 - \%6) = 1.568 \text{ 'dir.}$$

Faiz oranı daha yüksek olan A ülkesinin para biriminin B ülkesinin para birimine göre vadeli kuru spot kurdan daha düşük; spot kur 1.60 iken altı ay vadeli kur 1.568 olacaktır. Faiz oranı daha yüksek olan para birimi, vadeli piyasada iskontoda olacak, daha açık bir deyişle vadeli kuru spot kurdan daha düşük olacaktır. Buna karşı faiz oranı düşük para biriminde olacak; vadeli kuru spot kurdan daha yüksek olacaktır.

b) Modern Teori

Modern Teori ise, vadeli döviz kurunun, faiz arbitrajı yapanların, dışarıya mal ve hizmet satanlarla dışarıdan mal ve hizmet alan tacirlerin ve spekülörlerin arz-talep çizelgesine göre belirleneceğini savunmaktadır (AKGÜÇ,1994:714-716)

1.3.1.2. Faiz Forwardı

Döviz forwarlarından çok daha ilginç ve daha karmaşık olan işlemler ise faiz forwardları veya forward faiz oranı anlaşmalarıdır (**FRA**:Forward Rate Agreements).

FRA'lar ilk defa, en çok işlem yapılan para cinsi o olduğu için, ABD doları üzerinde 1983 yılında yapılmıştır. FRA sözleşmesinin parametreleri anapara (a), sözleşmenin başlayacağı gelecekte bir tarih (t_1), sözleşmenin o tarihten itibaren ne kadar süreyi kapsayacağı ($t_2 - t_1$), t_1 tarihinden t_2 tarihine kadar geçerli olacak sözleşme faiz oranı ve nihayet sözleşme vadesinde yani t_2 'de, $t_2 - t_1$ süresi için oluşacak gerçek faiz oranlarıdır. Örneğin, ABD dolarında 6x12 FRA sözleşmesi %3.9-%4.0 diye fiyatlandırılıyorsa bunun anlamı şudur: FRA sözleşmesini alan kimse, bugünden altı ay sonra 6 aylık bir dolar kredisini %4.0'dan kullanma taahhüdüne girmiş olmaktadır. FRA satan kimse ise, yine bugünden altı ay sonra 6 aylık bir dolar plasmanına %3.9 faiz alma taahhüdüne girmiş olmaktadır. Her iki halde de sözleşme vadesinde, yani bugünden altı ay sonra oluşacak gerçek dolar faizi ile %3.9 veya %4.0 (alınma veya satılma durumuna göre) arasındaki fark ana para üzerinden taraflar arasında el değiştirecektir. Ancak sözleşmenin vadesi yani el değiştirme tarihi bugünden altı ay sonra, öte yandan söz konusu kredi veya plasmanın vadesi ise bugünden 12 ay sonra olacağı için el değiştirecek fark net bugünkü değer üzerinden hesaplanacaktır.

FRA sözleşmelerinin püf noktası sözleşme faiz oranı yani bugünden gelecekteki iki süre arasındaki ($t_2 - t_1$) faiz oranının belirlenmesidir. Bu da basitçe hesaplanabilir. Yukarıdaki örneğe geri dönersek, ideal şartlarda 12 aylık bir yatırımın getirisi bugünden başlayan 6 aylık bir yatırım artı 6 ay sonra başlayacak 6 aylık bir yatırımın getirisine eşit olacağından denklem matematiksel olarak basitçe çözülebilir. Yurtdışı piyasalarda

çok yaygın olarak kullanılan bu türev ürünün ülkemizde kullanımını henüz yoktur ve Türk lirası bazında bu risk yönetimi aracı geliştirilmemiştir (MÜMİNOĞLU,1994:9).

1.3.2. Futures Sözleşmeleri

Futures sözleşmeleri belli nitelikteki ve belli miktardaki bir finansal aracın veya ticari malın sözleşme tarihinde belirlenmiş bir fiyattan gelecekte belirli bir tarihte belirli bir yerde teslimini (alım-satımını) hükme bağlayan bir anlaşmadır. Örneğin ABD’de eğer Chicago borsasından Eylül vadeli hazine bonusu futures sözleşmesi alınmışsa bu belge vade sonuna kadar muhafaza edilmek kaydıyla alıcıya %8 faizli 100,000 dolar nominal değerli 20 yıl vadeli ABD hazine bonusu vade tarihinde (Eylül) sahip olacağını garantiler.

Futures piyasalarında amaç, fiyat dalgalanmalarının getirdiği belirsizliği ortadan kaldırmak, belli bir vade için ilgili finansal aracın fiyatını sabitleştirmektir. Belirsizliğin ortadan kaldırılması, gelecekteki fiyatların bugünden belirlenmesi, kuşkusuz, karlılık hesaplarının daha güvenli ve sağlıklı bir biçimde yapılmasına imkan vermektedir. Riskten kaçınmak, riske karşı korunmak (hedge) amaç olmakla beraber; riske karşı korunma ile spekülasyon güdüsünü bazen birbirinden ayırmak zordur. Mali gelecek piyasalarında, spekülâtörler de önemli rol oynamaktadır.

1.3.2.1. Futures İşlemlerin Özellikleri

Futures işlemleri gerçekte özelliği olan forward işlemlerdir. Bu özellikler şöyle ortaya konulabilir:

i. Futures sözleşmeleri standartlaştırılmış homojen özelliğe sahip sözleşmelerdir. Bunlar herhangi bir ticari mal yada finansal aracın 5 önemli özelliği olan kalite, miktar, fiyat, teslim yeri ve teslim tarihini belirgin olarak düzenler. Spot ve forward piyasalarının bu tür homojenleşme özelliği yoktur. Standart büyüklükler işlem gördükleri borsaya göre

değişmekle beraber genellikle döviz işlemlerinde 125,000 DEM, 250,000 FF, 12,500,000 JPY olduğu söylenebilir.

ii. Futures sözleşmelerinin vadeleri standarttır. Örneğin LIFFE (London International Financial Futures Exchange)'de futures sözleşmelerinin vadelerinin Mart, Haziran, Eylül, Aralık olması gibi

iii. Futures sözleşmeleri bu konuda organize borsada işlem görürler, fiyatları borsada oluşur. Borsa üyesi olan borsa komisyoncuları (aracı finansal kurumlar) üçüncü şahıslar hesabına kendi adlarına işlem yaparlar.

iv. Futures sözleşmeleri aracı kurumlar aracılığı ile işlem gördüğünden alıcı ve satıcılar genellikle birbirlerini tanımazlar, aralarındaki ilişki kişisel değildir.

v. Futures piyasaları homojen sözleşmelere taraf olan çok sayıda alıcı ve satıcının faaliyetlerini yansıtır. Bu piyasada bu yüzden tek bir alıcı ya da satıcının fiyatı etkilemesi çok zordur. Spot ve forward işlem piyasalarına kıyasla bu piyasanın likidite üstünlüğü ve ilaveten herhangi bir alıcı ya da satıcıya piyasayı kontrol etme gücü açısından daha az imkan tanınması, bu piyasanın gelişmesinin en önemli nedenleridir.

vi. Futures piyasaları bilgiyi hızlı, etkin ve ucuz bir şekilde yaydıklarından dolayı monopolleşme gücünü azaltıcı yönde bir etkiye sahiptir. Spot ve forward işlem piyasalarında ise büyük bir işletme, daha güvenilir bir bilgiyi daha ucuza elde etme imkanına sahiptir ve bu gücünü monopolleşme yönünde kullanabilir.

vii. Sözleşmeler, bir merkezi takas odası vasıtasıyla gerçekleştirilmektedir ve işlemler takas odalarınca garanti altına alınır. Spot ve forward işlem piyasalarında sözleşmeler alıcı ve satıcı arasında doğrudan gerçekleşir.

viii. Futures sözleşmeleri ile girişilen taahhütlerin yerine getirileceğinin garantisi olarak borsaya bir miktar marjin, başka bir deyişle teminat (depozito) yatırılması zorunludur. Depozito veya teminat tutarı, sözleşme tutarının belirli bir yüzdesi (%10 gibi) olarak belirlenir.

ix. Teminat para olarak yatırılabilceği gibi, hazine bonusu, banka teminat mektubu, bankalardaki mevduatın bloke edilmesi gibi likit varlıklar olabilir.

x. Futures sözleşmesi yapılırken yatırılan teminata başlangıç teminatı veya marjini (initial margin) denmektedir. Fiyat değişimleri sonucu sözleşmelerin değer yitirmesiyle, başlangıç teminatının oluşabilecek zararın kapatılmasında yetersiz kalması olasılığı belirirse yada başlangıç teminatının %75'ine kadar düşmesi durumunda, ek olarak devam ettirme veya değişim teminatı (maintenance margin) talep edilir.

Sonuç olarak futures sözleşmeleri, sözleşmenin teslim tarihine kadar alıcı ve satıcıların birçok kez nakit ödemede bulunmalarına neden olabilir. Böyle bir günlük ayarlama sisteminin amacı, takas şirketini iflas etme tehlikesinden korumak ve futures sözleşmelerinin likiditesini arttırmaktır.

xi. Futures piyasalarında daha az sayıda mal ve finansal araç türü işlem görür. İşlem gören miktar ise büyüktür yani derinleştirilmiş bir piyasa söz konusudur ve işleme göre bu miktarın bölünmesi söz konusu değildir.

xii. Bazı futures sözleşmelerinin teslim süresi 3 yıla kadar uzamasına rağmen genelde teslim süresi uzadıkça işlem hacmi düşmektedir yani piyasanın derinliği azalmaktadır. Çoğunlukla sözleşmeler, 3 ay vadeli yapılmaktadır ve bu süreler sabittir.

xiii. Futures sözleşmelerinin çiftçi, sanayici, ithalatçı, ihracatçı ve yatırımcı tarafından kullanılmasının temel amacı spot veya forward piyasalarında çıkması muhtemel riski sıfırlamaktır. Bu yüzden gerçekte, sözleşmeye konu olan ticari mal yada finansal aracın teslimatının yapıldığı durum toplam işlem sayısı içerisinde oran olarak %3'ü geçmemektedir.

xiv. Bir futures sözleşmesinin sona erdirilmesi (pozisyonun kapatılması) iki şekilde gerçekleştirilebilir:

(a) Vade sonunda sözleşmenin gerekleri fiziksel teslim olarak yerine getirilir. Ancak bu tür uygulama yukarıda bahsedildiği gibi %2-3'ü geçmemektedir.

(b) Futures sözleşmeleri çoğu kez karşıt (ters) bir işlemle kapatılır. Sözleşme satın alınmışsa, buna karşı sözleşme satılır; satılmış ise satın alınır. Satın alınan ve satılan sözleşmelerin takası yapılarak pozisyon kapatılır. Bu işleme off-set denmektedir(KARSLI,1989). Alış ve satış fiyatları arasındaki fark, futures işlemi yapan

tarafın kar veya zararı olarak ortaya çıkar. Zarar, borsaya yatırılan teminattan karşılanır, kar ise müşterinin hesabına alacak kaydedilir ve istendiğinde müşteriye ödenir.

xv. Bir türevsel menkul değer olan futures sözleşmeleri vadelerinden önce de alınıp satılabilmektedir.

xvi. Futures işlem sözleşmesinin alıcısı, vade tarihinde ilgili ticari mal ya da finansal aracı teslim almaya karar verinceye kadar ilgili ticari mal ya da finansal aracın gerçek sahibi sayılmamaktadır.

xvii. Kaldıraç etkisi futures piyasasında daha fazladır. Örneğin ABD’ de hisse senedi alımında emniyet payı (margin) ödemesi sözleşmenin %50’si dolayındayken, bu oran futures piyasası için % 5 ila %10 arasında değişmektedir.

xviii. Futures piyasasında sözleşmeye taraf olmak için ödenen emniyet payına yürütülen bir faiz söz konusu değildir. Bunun nedeni gelecek işlemin gerçekte tehir edilmiş bir teslim sözleşmesi niteliğine sahip olmasıdır. Bu yüzden, satın alış bedelinin ödenmesi sözleşmede belirlenen teslim tarihine kadar ertelenir. Gerçekte emniyet payı olarak belirtilen tutar, futures sözleşmesine aracılık yapan komisyoncuları korumak üzere yatırılan bir iyiniyet depozitosudur.

xix. Futures sözleşmeleri için komisyoncunun aracılık ücreti talebi ancak bir sözleşmenin tamamlanması (alım ve satımının gerçekleşmesi) durumunda söz konusudur. Bu ücret sözleşmenin parasal tutarı arttıkça oran olarak küçülmektedir.

xx. Futures sözleşmelerinin fiyat değişimi için günlük olarak tespit edilmiş olan sınırlar vardır. Eğer bir sözleşme bu sınıra ulaşmışsa, bu sınırın ötesinde bir başka işleme izin verilmez. Örneğin 90 gün vadeli hazine bonoları için maksimum günlük fiyat değişimi nominal değeri 1 milyon \$ olan bir sözleşme için 1500\$’dır. Böyle bir sınır getirilmesinin nedeni histerik fiyat artışlarını engellemektir.

xxi. Her bir ticari mal ya da finansal araç için minimum fiyat değişim sınırı vardır. Böyle bir düzenleme belli bir fiyat üzerinde pazarlık çekişmesini ortadan kaldırmak amacıyla getirilmiştir.

xxii. Futures işlem getirisinin hesabı hisse senedi getirisinin hesabına kıyasla daha basittir. Zira, ne temettu ne de bedelsiz hisse senedi verilmesi söz konusudur ve bu yüzden sözleşme fiyatındaki değişme gerçek getirinin kendisine eşittir.

Pazar dışı OTC olarak yapılan vadeli işlemlerle karşılaştırıldığında, futures sözleşmeleri için şu **sakıncalar** ileri sürülebilir:

- Futures sözleşmelerinin tutarları ve vadeleri standart olduğu için riski tam karşılayacak tutarda finansal futures sözleşmesi satmak ve satın almak olanağı olmayabilir. Ayrıca borçların vadeleri ile futures sözleşmelerin vadeleri birbiri ile çakışmayabilir.

- Futures işlemi yapacak olanlar, takas odasına başlangıç teminatı yatırmak zorunda olduklarından, bunun getireceği bir mali yük söz konusudur. Futures sözleşmeleri ile ilgili işlemler borsa komisyoncuları aracılığıyla gerçekleştirildiğinden, başlangıç teminatı dışında borsa komisyoncularına ayrıca bir ücret ödemesi yapıldığından, ödenen ücretler de bir maliyet unsuru oluşturmaktadır. Forward işlemlerde bu tür bir ücret ödenmesi ve teminat yatırılması genellikle söz konusu olmamaktadır.

- Dövizle ilişkin finansal futures sözleşmeleri, başlıca döviz türleri itibariyle ABD dolarına karşı kote edilmektedir. Bu da finansal futures sözleşmelerinin riskten kaçınma aracı olarak kullanılmasını kısıtlamaktadır(AKTAŞ,1996:19-22;AKGÜÇ,1994:717).

1.3.3. Option Sözleşmeleri

Option, bir finansal aracın gelecekte belirlenen bir tarihte veya belirli bir zaman süresi içinde, prim karşılığında, önceden belirlenmiş bir fiyattan satma veya satın alma hakkını veren bir sözleşmedir. Option sözleşmesi ile taraflardan birine sözleşmedeki haklarını kullanmak veya bu haklardan vazgeçmek seçeneği tanınırken; diğer tarafa, hak sahibinin sözleşmedeki haklarını kullanmayı seçmesi durumunda, sözleşmenin gereklerini yerine getirme sorumluluğu yüklenmektedir. Başka bir deyişle option sözleşmeleri taraflardan birine seçim hakkı sağlarken karşı tarafa yükümlülük

getirmektedir. Bu tür bir sözleşme ile hak sahibi olan taraf bir prim ödeyerek seçme hakkını elde etmekte, karşı taraf ise prim karşılığında risk altına girmektedir.

Sözleşmenin sağladığı seçim hakkına sahip olan lehdar veya alıcı (option holder veya buyer) ile seçme hakkının kullanılması durumunda sözleşmenin gereklerini yerine getirme yükümlülüğü altında olan keşideci veya satıcı (writer veya seller) bir option sözleşmesinin taraflarını oluştururlar. Bir option sözleşmesinde taraflar dışında temel öğeler şunlardır:

i. Sözleşmenin konusunu oluşturan finansal varlıklar veya finansal araçların belirlenmesi: Option sözleşmesinde hak sahibi sözleşmede belirlenen finansal varlık veya araçları satın alma veya satma hakkına sahiptir. Sözleşmeler satın alma hakkı veren (call option) ve satma hakkı veren (put option) olarak iki büyük gruba ayrılırlar.

ii. Sözleşmenin bitiş tarihinin yani vadenin belirtilmesi: Option sözleşmeleri sözleşmenin bitiş tarihinden sonra hak sahibi açısından değersiz hale gelmektedir. Avrupa tipi optionda hak sadece vadede, sözleşmenin bitiş tarihinde kullanılabilirken; Amerika tipi optionlar, vadeye kadar istenildiği an kullanılabilir.

iii. Uygulama (kullanma) fiyatının (strike-exercise price) saptanması: Sözleşmenin gelecekteki uygulanabileceği fiyat da, sözleşme yapılırken veya satın alınırken saptanmaktadır.

Option sözleşmeleri türevsel veya türetilmiş menkul değer (derivative) olup, organize piyasalarda (borsada) alınıp satılabildiği gibi, pazar dışı (over-the-counter-OTC) olarak da yapılabilmekte, alınıp satılabilmektedir.

Option sözleşmelerinin, bir türevsel finansal varlık olarak yararları, risk aktarma (riskten kaçınma-hedging), kaldıraç etkisi, likidite, esneklik, kar sağlama, şeffaflık başlıkları altında toplanabilir.

Opsiyon almanın hak sahibi açısından en büyük yararı, sınırlı bir riskle yüksek finansal kaldıraçtan yararlanma ve dolayısıyla teorik olarak sınırsız kar olasılığı sağlamasıdır. Opsiyon sözleşmesi satın alanın riski veya uğrayabileceği zarar ise ödediği prim ile sınırlıdır. Vadeli işlemler bağlayıcı olduğu halde option sözleşmeleri alıcılar açısından bağlayıcı değildir. Vadeli işlemlerde anlaşmanın yapıldığı tarihte belirlenen fiyattan alım ve satım işleminin yapılması zorunludur. Option sözleşmelerinde ise alıcı açısından bu tür bir zorunluluk yoktur; bu nedenle daha esnek ve kar sağlama olasılığı yüksek bir tekniktir. Option satıcısının ise karı aldığı primle sınırlı olduğu halde teorik olarak zararı sınırsız olabilir. Bu tür sözleşmelerde risk, esas itibariyle option sözleşmesi satıcıları üzerindedir. Ancak satıcılar da çeşitli option stratejileri ile bu riski azaltabilirler (AKGÜÇ,1994:724).

1.3.3.1. Option Sözleşmesinin Fiyatı

Option sözleşmesinin satın alma fiyatı ödenen primdir. Bu fiyatı veya primi belirleyen faktörler şunlardır:

i. Sözleşme konusunu oluşturan finansal varlıkların veya araçların fiyatlarında oynaklık, dalgalanma boyutu: Fiyatlarda oynaklık, dalgalanma boyutu arttıkça option sözleşmelerinde primler de yükselme eğilimi gösterir.

ii. Sözleşmenin yapıldığı tarihteki piyasa fiyatı ile uygulama (sözleşme) fiyatı arasındaki ilişki: Piyasa fiyatı ile option sözleşmesinin uygulama fiyatı arasındaki ilişki, option sözleşmesinin karda, zararda veya başabaş olduğunu gösterir. Eğer bir option sözleşmesi uygulandığında hak sahibine kar sağlayacaksa, bu durum option karda (in-the-money) olarak ifade edilmektedir. Bir option sözleşmesinin hak sahibi açısından satın alma opsiyonlarında (call option) karlı durumda olması için uygulama fiyatının piyasa fiyatından daha düşük olması; zararlı durumda (out-of-money) ise uygulama fiyatının piyasa fiyatından daha yüksek olması gerekir. Option uygulama fiyatı ile piyasa fiyatı aynı ise bu durum başabaş (at-the-money) olarak nitelendirilmektedir.

iii. Sözleşmenin vadesi veya vadenin bitimine kalan gün sayısı: Option sözleşmeleri, süreleri sınırlı ve nispeten kısa süreli araçlardır. Vade kısa ise veya vade bitimine

yaklaştıkça sözleşmenin zaman değeri (time value) giderek azalmakta ve vade günü sıfır olmaktadır.

Sözleşmenin alış fiyatının veya priminin gerçek değerinin üstünde olması halinde zaman değeri söz konusudur. Bu bağlamda zaman değeri, option sözleşmesinin gerçek değerinin üzerinde ödenen bir farktır. Böyle bir farkın ödenmesinin temel nedeni, alıcıların fiyat gelişmeleri konusundaki beklentileridir. Eğer alıcılar, vadede veya vade içinde option sözleşmesinin gerçek cari değerinin üstünde bir karlılıkla sonuçlanacağını bekliyorlarsa bu farkı ödemektedirler. Doğal olarak vade gününe yaklaştıkça sözleşmenin zaman değeri giderek azalmaktadır. Bu durum option alış fiyatına yani prime de yansımaktadır. Diğer koşullar aynı kalmak üzere vade kısaldıkça prim de düşmektedir.

iv. Sözleşmenin türü: Amerikan tipi option sözleşmeleri vade süresi içinde hak sahibi tarafından dilediği an uygulamaya konulabildiğinden, zaman değeri dolayısıyla ödenen prim veya alış bedeli daha yüksektir. Avrupa tipi option sözleşmeleri ise ancak önceden belirlenmiş bir tarihte uygulamaya konulabildiğinden alış bedeli veya prim, Amerikan tipine göre daha düşüktür.

v. Faiz haddi: Ekonomide risksiz faiz haddi yükseldikçe option fiyatının yükseleceği, buna karşı faiz oranlarındaki düşüşün option fiyatlarına düşüş yönünde etki yapacağı savunulmaktadır. Option alış fiyatını etkileyen tüm bu etmenler, Black-Scholes formülü ile özetlenebilir (AKGÜÇ, 1994:726-728).

$$C = g(P, E, s^2, T, r_i)$$

Formülde

C, satın alma opsiyonunun fiyatını,

g, fonksiyonel ilişkiyi,

P, sözleşme konusu varlığın piyasa fiyatını,

E, option sözleşmesinin uygulama fiyatını,

s^2 , sözleşme konusu varlığın yıllık fiyat dalgalanmasını (değişkenliğini),

T, vadenin bitimine kalan süreyi (yıllık yüzde olarak),

r_i , risksiz faiz oranını, göstermektedir.

1.3.3.2. Option Sözcleme Türleri

Uzun yıllar option sözclemeleri sermaye piyasalarında hisse senetleri ve ortaklık hakkı veren menkul değere ilişkin olarak kullanılmış iken; 1980'li yılların başlarından itibaren,

- Döviz,
- Faiz (borçlanma) araçları,
- İndeksler,

üzerine option sözclemeleri yaygınlaşmaya başlamıştır.

a) Döviz Opsiyon Sözclemeleri

Döviz opsiyonu, alıcısına belirli bir miktar dövizini belli bir fiyattan anlaşma süresi boyunca herhangi bir anda veya vadede satın alma veya satma hakkı veren bir sözclemedir. Döviz opsiyonları belirli borsalarda işlem gördüğü gibi, söz konusu borsalar dışında da OTC (over-the-counter) olarak nitelendirilen pazarlarda da, özellikle bankalar arasında da işlem görmektedir.

Döviz opsiyonlarına artan ilginin büyük çoğunluğu dış ticaretle uğraşan firmalardan gelmekle beraber, bunlara spekülörleri ve dövizle borçlu olanları da ekleyebiliriz. Tüccarlar ve dövizle borçlu olanlar, döviz kurlarındaki dalgalanmanın doğurabileceği zarardan kaçınmak için, riske karşı korunmak amacıyla opsiyon sözclemelerinde taraf oldukları halde, spekülörler, kaldıraç etkisinden de yararlanarak, döviz kurlarındaki değışiklikten kar sağlanabileceği güdüsü ile bu piyasaya girmektedirler.

Dövizle borçlu olan firmalar, açık (short) pozisyonda olduklarından kurların yükselme olasılığına karşı korunmak için satın alma opsiyonu alıcısı olacaklardır. Böylece prim

karşılığı, gelecekte döviz alış fiyatını sabitleştirebilecekleri gibi, kar elde etme olasılığını da elde edeceklerdir.

Gelecek üç ay içinde 1 milyon DEM ödeme yapacak olan ve gelirleri USD cinsinden olan bir firma, DEM'in USD karşısında değer kazanması olasılığına karşı korunmak için USD/DEM=1.60 kurundan satın alma (call) opsiyonu almakta ve DEM başına 2 cent prim ödemektedir. Opsiyon sözleşmesi borsa ürünü ve bir sözleşmenin standart büyüklüğü 125,000 DEM ise firma 8 satın alma (call) opsiyon sözleşmesi satın alacak ve her bir sözleşme için $(125,000 \times 0.02) = 2,500$ USD prim olmak üzere toplam 20,000 USD prim ödeyecektir. Opsiyon sözleşmesinin Avrupa tipi olduğu kabulüne göre, vade gününde $USD/DEM \geq 1.60$ olduğu taktirde firma, sözleşmeyi uygulamaya koymayacak, DEM'i piyasadan alacak ve ödediği prim kadar zarar edecektir. $Kur < 1.60$ olduğu taktirde satın alma hakkını kullanacak, DEM başına 2 cent ödediğine göre firma $USD/DEM = 1.58$ kurunda başabaş noktasına ulaşacak, $kurun > 1.58$ olduğu durumlarda da kar elde edecektir. DEM, USD'ye göre değer kazandıkça firmanın karı artacaktır. DEM başına 2 cent prim ödeyerek 1.60 kurundan 1 milyon DEM satın alma hakkı alan firmanın, kurdaki olası gelişmelere göre kar-zarar durumu şöyle olacaktır:

<u>USD/DEM kuru</u>	<u>Kar(Zarar)(USD)</u>	
1.61	(20,000)	(piyasadan DEM alınır)
1.60	(20,000)	(piyasadan DEM alınır)
1.59	(10,000)	(10,000 - 20,000)
1.58	—	
1.57	10,000	(30,000 - 20,000)
1.56	20,000	(40,000 - 20,000)
1.55	30,000	(50,000 - 20,000)

Firmanın zararı sınırlı olduğu halde teorik olarak kar elde etmesinde sınır yoktur. Firma en fazla, ödediği prim kadar zarara uğrayacaktır. Firma değişik option stratejileri izleyebilir. Bunlar arasında en genel olan ikili option stratejileri içinde dikey option ve yatay option stratejileridir. Dikey option stratejisinde sözleşmelerin vadeleri aynı olmasına karşılık uygulama fiyatları birbirinden farklıdır. Yatay option stratejisinde ise

sözleşmelerin vadeleri farklı, fakat uygulama fiyatları aynıdır. Satın alma opsiyonunda alıcı olan firma, daha düşük bir fiyattan option satarak, elde edeceği prim ile net prim yükünü de, az da olsa risk alarak, hafifletebilir.

b) Faiz Opsiyon Sözleşmeleri

Faiz satın alma (call) opsiyon sözleşmesi, alıcıya (hak sahibine) belirli bir süre içinde veya belirli bir vade sonunda, önceden saptanmış faiz oranı üzerinden belli tutarda fon sağlamak hakkını vermekte, bir mecburiyet yüklememektedir. Faiz oranlarında yükselme beklentisi içinde olan firmalar, faiz satın alma opsiyonu alarak faiz oranlarındaki yükselişe karşı kendilerini koruyabilirler; belirli bir süre için borçlanmada faiz oranının maksimum sınırını sabitleştirebilirler.

Faiz satma hakkı (put) opsiyon sözleşmesi, hak sahibine, belirli bir vade içinde veya sonunda önceden saptanmış faiz oranı üzerinden, belli bir tutarda mevduatı bir mecburiyet olmadan yatırma hakkı vermektedir (AKGÜÇ,1994:730).

1.3.4. Swap (Takas) Anlaşmaları

İlk defa 1981 yılında ortaya çıkan swaplar iki tarafın önceden belirlenmiş tarihlerde belli nakit akımlarını birbirleriyle değiştirme işlemleridir (MÜMİNOĞLU,1994:10). 1983'ten itibaren hızla artmıştır. Swap, ticaret ve yatırım bankalarınca, menkul kıymet firmalarınca, tasarruf ve ikraz birliklerince, hükümetçe ve firmalarca kullanılmaktadır. Faiz ve döviz ve mal swapı olmak üzere üç tip swap söz konusudur (PARASIZ,1992:354).

Swaplar diğer mali enstrümanlarla karşılaştırıldığında birçok avantaja sahiptir. Bu nedenle swap, finansal çevrelerce “uluslararası bankacılıkta devrim” olarak nitelendirilmektedir. Swapın sağladığı başlıca avantajlar şunlardır (ERDOĞAN,1995)

- i. Dökümantasyon işlemlerinin kolay olması: İşlemin swift telefon, teleks gibi araçlarla çabuk sonuçlandırılması,
- ii. Esneklik: Swaplar oldukça esnek mali araçlardır ve çok karışık nakit akımlarının yöne-tilmesinde kullanılırlar,
- iii. Risk yönetimi kolaylığı: Bir kuruluş swap yoluyla faiz ve döviz risk profilini kendi isteği doğrultusunda yönlendirebilmektedir.
- iv. Bilanço dışı finansman imkanı sağlaması: Swaplar bilanço üzerinde doğrudan etkide bulunmamaktadır. Genellikle kısa hesap notları şeklinde nominal değerleri üzerinden kaydedilmektedirler. Bilançoda görülmeyen swap getirileri firma için ek bir finansman kaynağıdır.
- v. Piyasa entegrasyonu sağlaması: Swaplar, piyasalar ve mali enstrümanlar arasında bir bağ oluştururlar. Bu şekilde swaplar, firma ve kuruluşlara, kredi değerliliklerinin yeterli olmaması ya da başka nedenlerle girme imkanı bulamadıkları piyasalara girebilme kolaylığı sağlar.

1.3.4.1. Faiz Swapları

En sık rastlanan swap işlemleri faiz oranları için yapılanlardır. Basit iki örnek vermek gerekirse, bir şirketin 5 yıllık Libor + %3'ten dolar borçlandığı varsayalım. Şirket bugün swap piyasasına çıkarsa, hemen kendisine bu Libor + %3 değişken faizli nakit akımını %8.5'lik sabit faizli nakit akımı ile değiştirecek bir karşı taraf bulabilir. Yani kredinin faizinin 6 ayda bir ödendiği varsayılırsa, her 6 ayda bir şirket aracıya %8.5'in yarısını, aracı da şirkete Libor + %3'ün yarısını verecektir. Tabii bu işleme girmek için şirketin dolar faiz oranlarının gidişatı hakkında bir görüşe sahip olması (bu durumda artacağına dair) gerekir. İkinci örnek çok cari bir olaydan alınacaktır. Türkiye Cumhuriyeti Temmuz ortasında Almanya piyasasında 10 yıl vadeli, sabit yıllık %8.75'lik tahvil ihraç etti. Eğer Türk hazine yetkilileri yaygın görüş doğrultusunda Almanya'da faiz oranlarının düşeceğine inanıyorsa o zaman bu tahvilin faizini sabitten değişkene çevirmelidir. Bugün için DEM swap piyasasında 10 yıllık sabit %8.75'i değişken faizli yıllık Libor + %1.85'e dönüştürmek mümkündür.

Her iki tür işlemde de nakit akımlarının, dolayısıyla faiz oranlarının gelecekteki değerini bilmek gerekmektedir. Burada da forward bölümünde anlatılan mantık kullanılmakta ve bir FRA dizisinden yararlanılmaktadır. Örneğin, 5 yıllık değişken faizi sabite çevirmek 10 tane FRA sözleşmesi almak demektir. (0x6, 6x12, 12x18,, 54x60). Bu yüzden faiz swapları aslında bir FRA'lar zincirinden başka birşey değildir. Dolar ve mark piyasalarında 30 yıla kadar vadeli tahviller olduğu için, bugünden 30 yıla kadar herhangi bir süre için gelecekteki faiz oranının bulunabilmesi mümkündür.

Faiz swapı piyasası geçtiğimiz 10 yılda çok hızlı bir gelişme göstermiş ve 1990 yılı sonu itibariyle toplam faiz swapı sözleşme hacmi 2.3 trilyon dolar olarak hesaplanmıştır. Bu miktarın %70'ine yakını dolar cinsinden işlemlerdir. Kredi riski açısından, faiz swapları, forwardlarla futures piyasaları arasında yer almaktadır.

1.3.4.2. Döviz Swapları

Swapların ikinci bir şekli iki değişik döviz kuru arasında yapılandır. Mesala, 5 yıl vadeli Libor + %3'ten dolar borçlanmış bir şirket arzu ederse bunu 5 yıl vadeli sabit faizli Yen'e çevirebilir. Döviz swapları piyasasını oluşturan ana etken "rekabetçi avantaj" (competitive advantage) teorisidir. Bunun dayandığı mantık, şirketlerin idealde borçlanmak istedikleri para cinsiyle, en ucuz borçlanabilecekleri para cinsinin her zaman aynı olmadığıdır. Dolayısıyla şirketlerin (veya ülkelerin) yapması gereken, en iyi tanıdıkları ve risklerinin yatırımcılar tarafından en iyi analiz edilebileceği piyasalarda borçlanmak ve daha sonra bir döviz swapı yoluyla borçlarını istedikleri para cinsine çevirmek olmalıdır.

Bu tür işlemlerin ilki 1981 yılında IBM ile Dünya Bankası arasında gerçekleştirilmiştir. Bu işlemde, Dünya Bankası İsviçre Frangı ve Alman Markı kaynak bulmak istediği halde, çok iyi tanındığı Amerikan piyasasında dolar borçlanmış ve dolarları IBM'e vererek, IBM'in çıkardığı İsviçre Frangı ve Alman Markı tahvillerinden gelen parayı almıştır.

Aynı konuda ülkemizden cari bir örnek, Türkiye Cumhuriyeti'nce ihraç edilen Japon Yeni Samurai tahvilleridir. Yedi yıllık olarak ihraç edilen bu tahviller Japon Yeninden

dolara swap edilirse Libor + %1.70 gibi bir maliyet bulunmaktadır. Hazine eğer aynı vadeli bir dolar tahvilini (Yankee) ihraç edecek olursa bu maliyet Libor + %2'lere yakın olacaktır. Bunun tek sebebi Türkiye'nin daha evvelden pekçok defa Samurai ihraç etmiş olması ve Japon piyasasında ABD'ye nazaran çok daha iyi tanınıyor olmasıdır.

Faiz swap'ının aksine, döviz swaplarında ilk gün anaparalar el değiştirecek, faiz ödeme tarihlerinde faizler el değiştirecek ve nihayet vade günü ilk günkü spot kurdan anaparalar yine el değiştirecektir. Bu özelliği itibariyle döviz swapları taraflar için forward işlemlerden ve faiz swaplarından çok daha risklidir. Şöyle ki, spot 1\$ = 2DM iken yapılan bir ilk el değiştirmede 2 DM verip 1\$ alan kimse, vadede aynı el değiştirmenin tersini yine 1\$ = 2DM kurundan yapacaktır. Vadede 1\$ = 1DM olmuş ise ve karşı taraf taahhütünü yerine getirmezse işlem piyasa kurundan yapılacağından bir taraf % 50 oranında zarar etme riskiyle karşı karşıya kalacaktır. Beş yıllık standart bir dolar-mark döviz swap'ından istatistiki olarak hesaplanan risk, sözleşmenin ana para miktarının %40' ını aşabilmektedir.

1990 sonu itibariyle dünyada 580 milyar dolar tutarında döviz swapı sözleşmesinin bulunduğu tahmin edilirken bu sözleşmelerin %75'i dolar esaslıdır. Günümüzde döviz swapına başlıca talep yeni borçlanmalar yüzünden olmakta ve tahminen yeni Eurobond ihraçlarının %60'a yakını döviz swapıyla başka para cinslerine çevrilmektedir.

1.3.4.3. Mal Swapları

Swaplarda son aşama mal swapıdır (commodity swaps). Buna bir örnek vermek gerekirse, Tüpraş, bir aracı veya bankayla beş yıllık bir sabit-değişken petrol swapı yapabilir. Bunun sonucu beş yıl boyunca her altı ayda bir Tüpraş sabit petrol fiyatını, diyelim ki 22 dolar/varil, bankaya ödeyecek, banka da cari petrol fiyatını (değişken) Tüpraş'a (ve dolayısıyla Tüpraş'ın petrol aldığı yere) ödeyecektir.

Ülkemizde faiz ve döviz swaplarının çok fazla örneği yoktur. Bunun tabii ki ana sebebi gerek döviz, gerekse Türk Lirası'nda Türkiye'de uzun vadeli fonların bulunmamasıdır.

Ancak Hazine garantisiyle uzun vadeli fon bulan kuruluşlar geçmişte döviz swapları yapmışlardır. Özellikle TSKB ve Eximbank Japonya piyasasından borçlandıkları Yen'leri Türkiye'de kullanım alanları olmadığı için dolara ve marka swap etmişlerdir. TL/Döviz faiz artı döviz swapına yegane örnek ise Merkez Bankası'nın bu iki kuruluşla yaptığı ve döviz alıp, TL verdiği swaplardır.

2. VADELİ PİYASALAR ve TARİHİ GELİŞİMİ

2.1. TARİHİ GELİŞİM SÜRECİ

Futures piyasaları yaklaşık 150 yıldan beri ABD'de uygulanmakla beraber asıl gelişimini 1970'li yıllardan sonra göstermiştir. Diğer bazı gelişmiş ülkelerde ise 1980'li yıllardan beri uygulanagelmektedir (AKSEL,1995:110).

Aslında bu ürünlerin özü yüzyıllarca öncesine dayanmaktadır. Tarihe bakıldığında günümüz ekonomisinin vazgeçilmez enstrümanlarından biri sayılan vadeli işlemlerin çok eskilere gittiği görülür. Hollandalı tüccarlar 12.yüzyılda ileriye dönük sözleşmeleri kullanıyorlardı. Bugünkü futures ve optionlara benzeyen sözleşmeler 17.yüzyılda Batının finans merkezi olan Amsterdam'da lale piyasasında ve aynı dönemde Osaka'da pirinç pazarında kullanılıyordu. Karmaşık finansal araçlar da pek yeni değildir. 1694'te

İngiliz hükümetinin hayata geçirdiği “Million Adventure”a göre 1 milyon poundluk bir fonun katılımcıları 16 yıl boyunca yıllık %10 faiz alıyor ve ana paralarını geri almasalar da yılda 40.000 pound ödül veren bir piyangoya katılıyorlardı. Ayrıca ilk türevlerden birisi, yüzyıllar boyunca değeri altından türeyen ve altına çevrilebilen paraydı. Bunun aşırı karmaşık yada yüksek teknoloji diye nitelendirilmesi mümkün değildir (POWER,1997). Ancak alivreden* vadeli piyasaya geçiş süreci araştırıldığında karşımıza 1780 yılı çıkmaktadır. O tarihteki Osaka Pirinç Borsasında üretici ve tüketicinin birbirine daha fazla yakınlaşması ve daha sağlıklı fiyat oluşumu sağlanması amacıyla bugünkü standartlara yakın ilk futures sözleşmesi ortaya çıkmıştır. Temel hedefin “vade sonunda teslimata gitmek” olduğu bu piyasa, o dönemde çok etkin bir işlev görmüştür.

Daha sonraki dönemlerde, üreticinin malını pazara götürüp satma becerisi, kendi olanakları içerisinde yetersiz kalmaya başlamıştır. Üretici mutlaka tüccara satacak, tüccar da ürünü pazarlara ulaştıracak. Ancak üretici ile nihai tüketici arasındaki mesafe ve maliyet farkı, çok yüksektir. İşte vadeli işlemler piyasalarına geçiş sürecini hızlandıran temel sorun buradan kaynaklanmıştır. Yani “ üreticilerle toptan alıcıları bir yerde toplayalım. Pazarlık güçlerini kullansınlar ve fiyatları oluştursunlar” mantığı gelişmiştir (CİVELEK,1996).

Son yıllarda yeni olan, ticaret hacmi, geniş ürün seçenekleri, kullanıcıların sayıca ve çeşit olarak artması ve türevlerin kullanım hedefleridir. Çeyrek yüzyıl içinde global finans piyasalarındaki değişiklik, bir bakkal dükkanının bir alışveriş merkezine dönüşmesini andırmaktadır. 1986’da türev pazarının değeri 1 trilyon dolardı, 1994’te ise 15 trilyon dolardır. Ayrıca bu rakamlar sözleşmelerin değerinin görünür yüzü olup, risk altındaki tutar değildir. Ancak genişlemenin ne kadar hızlı olduğu da açıktır.

Türevler geniş ölçüde yaygın hale gelmiştir. Çünkü yaşanan bir dizi gelişme türevleri, riski ekonomik sistemin içine yaymanın ucuz ve etkin bir aracı haline getirmiştir. Bretton Woods’un dağılmasından sonra, 1970’lerin başlarındaki sabit kur politikası,

* Mahsul henüz tarlada iken ve yetiştigi zaman teslim edilmek üzere önceden pey verilerek yapılan satış.

değişken kur oranları ortaya çıkan döviz riskini idare etmenin yollarını aramaya yöneltmiştir. Bu arayış Chicago'da mübadele edilen döviz future'larının doğmasına neden olmuş ve bunu başkaları izlemiştir.

Öte yandan çeşitliliğin riski azalttığı fikri üzerinden gelişen sabit varlık fiyatlandırma modeli ve etkinlik hususunda bir duyarlılık getiren opsiyon-fiyatlandırma teorisi gibi teorik gelişmeler de eşdeğer bir önem kazanmıştır (POWER,1997).

2.1.1. Futures ve Forward Sözleşmelerinin Farklı Yönleri

Mantık olarak forward işlemlerin aynısı olan futures işlemlerinin temel farkı, bu işlemlerin organize bir borsa aracılığı ile gerçekleştiriliyor olmasıdır. Bu ise, iki özelliği beraberinde getirmektedir. Öncelikle forward piyasasında her türlü kusuraatlı miktar ve kırık vade için işlem yapılabileceği halde, futures piyasalarında sözleşme miktarları ve vadeleri bellidir. İkinci önemli özellik ise, kredi riskinin aynı forward gibi iki taraf için de varolmasına rağmen, futures piyasalarına mahsus bir uygulama olan lehte veya aleyhteki farkların her gün el değiştirmesi ve bunu garanti edecek bir teminatın varlığından dolayı kredi riskinin minimize edilmesidir.

Forward sözleşmesi, futures sözleşmesinin ilk biçimidir. Forward piyasasında mal alım/teslim anlaşması arada üçüncü bir taraf olmadan alıcı ve satıcı arasında yapılır. Hem geleceğe dönük fiyat, hem de sözleşmede geçen miktar ve malın kalitesi alıcı ve satıcı arasında saptanır. Burada, üçüncü bir tarafın, anlaşma koşullarının bir taraf tarafından bozulması halinde ek garantisi söz konusu değildir. Anlaşma koşullarına uymama sorunu, diğer ticaret sözleşmelerinde olduğu gibi konuyla ilgili mahkemelerde çözümlenir. Mahkeme kararlarının uzun zaman alabilmesi sebebiyle forward sözleşmeleri, güvenilirlik açısından istenildiği düzeyde değildir. Futures sözleşmesi bu eksiği gidermek amacıyla geliştirilmiştir. **Futures piyasası organize bir forward piyasasıdır.** Alıcı ve satıcı arasında İMKB'de olduğu gibi üçüncü bir kurum olarak

Alivire satış, satış mukavelesine göre satıcının, satılan malı belli bir vade içinde teslim etmeyi yüklenmesi.

Futures Borsası yer alır. Piyasayı futures borsası tanzim eder. Mal alım ve teslimi ile tüm taahhütler futures borsasının garantisi altındadır. Bu belirli yeri, çalışma saatleri ve kuralları olan bir piyasadır. Mal teslim tarihleri ve teslim edilecek mal miktarları standardize edilmiştir. Örneğin DM piyasasında tüm sözleşmeler 125,000 DM'lik standart sözleşmeler olarak sunulur (EROL,1994:10). Dünyada belli başlı borsalarda işlem gören tarımsal futures sözleşmeleri ile birim sözleşme büyüklükleri Tablo 2.1'de, bazı ürünlere ilişkin sözleşmelerin teslim ayları ve teslim şartları da Tablo 2.2'de gösterilmiştir.

Tablo 2.1 Çeşitli dünya borsalarında işlem gören tarımsal ürünler ile birim sözleşme miktarları (AKOVA,1995:38,39)

<u>BORSA ADI</u>	<u>İŞLEM GÖREN TARIMSAL ÜRÜN</u>	<u>BİRİM SÖZLEŞME MİKTARI</u>
The Chicago Board of Trade	Buğday	5,000 Bushel
	Mısır	5,000 Bushel
The Chicago Mercantile Exchange	Yulaf	5,000 Bushel
	Soya fasulyesi	5,000 Bushel
	Canlı Domuz	30,000 Pound
The New York Cotton Exchange	Domuz Eti	40,000 Pound
	Besi Sığırı	44,000 Pound
The London Grain Futures Market	Pamuk	50,000 Pound
The Kuala Lumpur Commodity Exchange	Buğday	100 ton
	Arpa	100 ton
Coffee,Sugar,Cocoa Exchange,N.Y.	Palm Yağı	25 ton
New York Mercantile Exchange	Kahve	37,500 Libre
	Şeker	112,000 Libre
	Kakao	10 Ton
Hong Kong Commodity Exchange	Patates	100,000 Libre
The London Commodity Exchange	Soya Fasulyesi	30 Ton
	Pamuk	100 Balya
	Şeker	50 Ton
The London Commodity Exchange	Soya Fasulyesi Yağı	25 Ton
	Soya Fasulyesi Unu	100 Ton
	Buğday	100 Ton
	Arpa	100 Ton

Kakao	10 Ton
Kahve	5 Ton
Yün	2,500 Kg
Şeker	50 Ton

Tablo 2.2 Çeşitli borsalarda işlem gören tarımsal ürünlere ilişkin teslim ayları ve teslim şartları (AKOVA,1995:35)

Buğday

Sözleşme Konusu	: Buğday
Borsa	: Chicago Board of Trade
Miktarı	: 5,000 Bushel
Teslim Ayları	: Mart, Mayıs, Temmuz, Ağustos, Eylül, Aralık
Teslim Şartları	: 2 nolu soft red, 2 nolu Hard Red Winter, 2 nolu Dark Northern Spring ve 1 nolu Northern Spring buğdaylar ile borsa tarafından kabul edilen bu buğdaylar yerine ikame edilebilen diğer buğdaylar antrepo makbuzuyla teslim ayındaki her hangi bir işlem günü teslim edilecektir.

En Düşük Fiyat Hareketi : Sözleşme başı 12,5 \$ veya birim Bushel için 0,0025 \$ olacaktır.

Soya Fasulyesi

Sözleşme Konusu	: Soya Fasulyesi
Borsa	: Chicago Board of Trade
Miktarı	: 5,000 Bushel
Teslim Ayları	: Ocak, Mart, Mayıs, Temmuz, Ağustos, Eylül, Kasım
Teslim Şartları	: 2 nolu sarı soya fasulyesi ile borsa tarafından kabul edilen bu sarı soya fasulyesi yerine ikame edilebilen diğer soya fasulyeleri antrepo makbuzuyla teslim ayındaki her hangi bir işlem günü teslim edilecektir.

En Düşük Fiyat Hareketi: Sözleşme başı 12,5 \$ veya birim Bushel için 0.0025 \$ olacaktır.

Besi Sığırı

Sözleşme Konusu	: Besi sığırı
Borsa	: Chicago Mercantile Exchange
Miktarı	: 44,000 Pound
Teslim Ayları	: Ocak, Mart, Nisan, Mayıs, Ağustos, Eylül, Ekim, Kasım
Teslim Şartları	: Faks çekildikten sonraki 7 gün içerisinde nakdi ödeme yapılacaktır. ABD menşeli besi sığırı gösterge fiyatı pound başına ve her bir sığırın 600-800 Pound'luk ağırlıkları için belirlenecektir.
Minimum Fiyat Hareketi:	Sözleşme başı 11 \$ veya birim Pound için 0.0025 \$ olacaktır.

Forward piyasasında iki tarafın üstünde anlaşığı herhangi bir miktar söz konusu olabilirken futures piyasasında işlem gören bir kişi en az 125,000 DEM'lik sözleşmelerle yada onun katlarıyla işlem görmek zorundadır. Aynı kısıtlama mal teslim tarihleri için de söz konusudur. Örneğin DEM sözleşmelerinde mal teslim tarihleri Mart, Haziran, Eylül ve Aralık olarak standardize edilmiştir. Nisanda mal teslim alması zorunlu olan kişi, ya futures piyasasında Mart sözleşmesi kullanarak malı Martta teslim alacak ve Nisana kadar stoklayacak yada forward piyasasına dönerek orada Nisan bağlantılı bir sözleşme arayacaktır. Futures piyasalarının bu standardizasyon özelliği, esnekliği azaltan negatif bir faktör olmakla beraber işlemlerdeki hız ve kolaylığı artırmak için geliştirilmiştir. Bu sakıncaya karşılık futures piyasalarının önemli yararları da söz konusudur. Her şeyden önce mal veya paranın teslim alınmasında futures borsalarının araya girmesi bu konudaki güvenilirliği önemli ölçüde artırmaktadır. Tüm futures sözleşmeleri futures borsasına satılır ve oradan alınır. Bu işlemlerde alıcı ve satıcı birbirini tanımaz. Aynı şekilde futures sözleşmesine konu olan tüm mallar futures borsasına teslim edilir veya oradan alınır. Dolayısıyla tüm bu işlemler futures borsasının kesin gözetim ve güvencesi altında yapılır. Futures borsasının bir diğer avantajı, teslim alınan malların kalite standartları açısından getirilen garantidir. Forward sözleşmesinde teslim edilecek malın kalite özellikleri (grad, nem oranı gibi) iki taraf arasında saptanır. Buna karşın futures piyasasında hangi tip ve kalitede malların teslim için kullanılabilceği önceden belirlenmiştir. Futures borsası yada onun adına çalışan bağımsız bir denetçi kuruluş, malları teslim alırken belirlenen kalite standartlarının karşılanıp karşılanmadığını belirler ve getirilen mal kalite standartlarını karşılamıyorsa malı kabul etmeme hakkına sahiptir. Bu denetim mekanizmasının, özellikle tarımsal mallarda önemli olan mal kalite standartları açısından mal teslim alana büyük bir

güvence getirdiği açıktır. Örneğin COMEX altın piyasasında teslim edilen altınların 0.999'luk bir saflık derecesini içermesi gerekir. Bu standardın denetimi ise COMEX borsasının yetkili kıldığı ajanlar tarafından yapılır.

Fiyatlamada da forward ve futures işlemleri farklıdır. Forwardda geleceğe yönelik fiyat belirlemesi iki taraf arasında pazarlıkla saptanır. Buna karşın futures piyasası diğer menkul kıymet borsaları gibi çalışır. Belirli bir günde alıcı ve satıcılar emirlerini verdikten sonra, arz ve talep koşulları o gün hatta o an için geçerli olan futures fiyatlarını belirler (EROL,1994:10,11).

2.1.2. Futures Borsaları

Futures işlemleri belli bir yeri, çalışma saatleri ve kuralları olan futures borsalarınca yürütülür. Futures borsası yakından ilişkili olmakla birlikte takas odasıyla aynı şey değildir. Futures borsasının temel işlevi, (1)oyunculara alım ve satım işlemlerini yürütebilecekleri bir mekan sağlamak, (2)günlük alım satımlarla ilgili kurallar koymak ve (3)bu kuralların tüm piyasa oyuncuları tarafından yerine getirilmesini denetlemektir. Takas odası ise esas olarak mal teslimiyle ilgili garanti problemlerini üstlenir ve marjin sistemini yönlendirir. Futures borsası kanuni açıdan özel nitelikte bir kuruluştur. Her futures borsası kamunun saptadığı genel kurallara uyarak piyasa işlemleriyle ilgili kendi özel kurallarını geliştirir. Futures borsaları ilgili üyeler(members) tarafından oluşturulur. Bir futures borsasında üyelik hakkı kazanmaya *koltuk sahibi olma (having a seat)* denir. Borsa üyeliği açık artırma ile satışa konur (EROL,1994:21).

2.1.2.1. Üyelik ve Koşulları

Üyelik satış fiyatları değişik borsalarda çok farklı olabilir. Örneğin Chicago Ticaret Borsası(Chicago Board of Trade) gibi yoğun işlemlere konu olan borsalarda üyelik hakkı bedeli 340,000 dolara kadar çıkarken daha az ilgi gören Kansas City Board of Trade'de fiyatlar 30,000 dolara kadar düşebilmektedir. Futures borsasına üye olmanın

ana avantajı seans içinde işlem yapma hakkını vermesidir. Futures işlemlerinin yapıldığı yere **floor** denir ve İMKB’de de şu an olduğu gibi floor’a yani seansa girme hakkı yalnızca üyelere açıktır. Üye olmayan kişi ve kurumlar alım satım emirlerini ancak üye olan bir aracıya komisyon ödeyerek aracı sayesinde yürütebilirler. Ek bir uygulama futures borsalarının dışa açıklığını önemli oranda artırmaktadır. Bu da futures borsalarında üyelik haklarının koltuk sahipleri yada borsa tarafından kiraya verilmesidir. İsteyen kişiler Chicago Board of Trade’de 3,500 dolara kadar çıkan, diğer borsalarda daha düşük olan aylık kira bedelleri ödeyerek kendi adlarına seans içi işlem yapma yani floor’a girme hakkını kazanabilirler. Buna karşın borsada oy hakkı sadece koltuk sahiplerine verilir. Parasal yükümlülük dışında üyelik için aranan şartlar hayli hafiftir. Bunlar kişinin ticari geçmişine ilişkin bir araştırma ve borsa kurallarıyla ilgili basit bir testle sınırlıdır. Üyeler her yıl toplanarak kendi aralarından bir Yönetim Kurulu seçerler. Borsa kuralları bu yönetim kurulu tarafından saptanır.

Futures borsalarında faaliyet gösterenler değişik amaçlar peşindedir. Temel olarak iki grup ayırılır. Birinci grup sadece müşterilerinin alım/satım emirlerini yerine getiren ve kendi hesaplarına pozisyon almayan araçlar (**floor brokers**) dır. Bunların geliri işlem başına aldıkları komisyonlardan oluşur. İkinci grubu kendi adlarına oynayan ve pozisyon alanlar yani **piyasa oluşturanlar (market maker)** oluşturur. Bu ikinci grup kendi içinde üçe ayrılır:

1) Scalper’lar alım (bid) ve satım (ask) fiyatları arasındaki farkları izlerler. Genelde bir sözleşme için belli bir anda teklif edilen alış ve satış fiyatı arasında bir fark (spread) söz konusudur. Scalper daha düşük olan bid fiyatından sözleşme alıp çok kısa bir süre sonra bunu daha yüksek olan ask fiyatından satarak kar yapmayı amaçlar.

2) Shooter denen ikinci grup yarım yada bir saat gibi kısa süreler için pozisyon alan ve gün içi fiyat oynamalarıyla spekülasyon kar amaçlayan kişilerden oluşur.

3) Arbitrajcılar, değişik borsalarda alım satımı yapılan malların fiyat farklarını izlerler. Örneğin buğday sözleşmeleri hem Kansas hem de CBOT borsasında işlem görür. Eğer işleme tabi buğday cinsleri yaklaşık aynı kalitede ise ve iki piyasa arasında aynı anda

fiyat farkları varsa arbitrajcı ucuz olan piyasadan alıp pahalı olan piyasada satarak arbitraj karını hedefler. Arbitrajcının değişik piyasalarda adam bulundurarak ve telefonla yürüttüğü bu işlemler, benzer nitelik ve kalitedeki malların işlem gördüğü tüm piyasalarda yaklaşık olarak aynı fiyattan satılmasını sağlar.(EROL,1994:22,23)

2.1.2.2. İşleyiş

Futures piyasalarının pratik işleyişi yoğun bir haberleşme ağıyla yürütülür. İşlem yapmak isteyen bir müşteri aracı kurumunu arayarak emir verir. Aracı kurum eğer borsa üyesi ise floor'da kendi adamı vardır ve müşteri emri fax veya telefon ile floor'daki kurum temsilcisine iletilir. Müşteri emirlerini toplayan aracı kurum temsilcisi seans başladığında floora girer. Hangi fiyattan ne kadar sözleşme satmak istediğini bağıarak ve floordaki herkesin bildiği özel el işaretleriyle belirtir. Verilen fiyattan sözleşme almayı kabul eden karşı taraf gene özel el işaretleriyle kabul ettiğini belirtir. Geleneksel olarak herkesin bildiği özel el işaretleri ve terminoloji kullanılmasına dayanan bu sisteme **open outcry sistemi** (yüksek sesle ilan etme) denir. İşaretlerle anlaşma sağlandıktan sonra üstünde anlaşılan fiyat ve miktar özel bir kağıt parçasına yazılıp, üstünde anlaşma yapan firmaların sembolleri eklenerek yürüyen bir merdiven vasıtasıyla tüm bu kağıtlar floor merkezinde belli bir yerde toplanır ve bilgisayara işlenir. Bu işlemler seans boyunca futures borsası tarafından görevlendirilen özel görevliler (pit observers) tarafından gözlenir. Bunların amacı işlemlerin kurallara uygun olarak yürütülmesini denetlemektir. Denetlenen en önemli şey, fiyatların doğru olarak yansıtılmasıdır. Eğer üstünde sözleşme anlaşması yapılmamış bir fiyat herhangi bir nedenle rapor edilirse bu rapor kütüklerden çıkarılır ve borsanın kayıtlarına girmez. Borsa tarafından onaylanan tüm işlemler en kısa zamanda takas odasına iletilir ve takas odasının kendi kayıtlarına alınır.

Futures borsalarında herhangi bir konuda anlaşmazlık çıktığında (örneğin taraflardan birinin verdiği mesajın karşı tarafça yanlış anlaşılması gibi) önce aracı kurum temsilcileri sorunu kendi aralarında çözümlenmeye çalışırlar, anlaşamamaları durumunda sorun borsa denetçilerine getirilir ve borsa kuralları gereğince çözümlenir. Üstünde

anlaşmazlık çıkan bir alım satım işlemine out-trade (işlem dışı) denir ve anlaşmazlık çözümleninceye dek bu işlem kayıtlara alınmaz (EROL,1994:22)

2.2. Futures Sözleşmeleri (Gelecek Sözleşmeler)'nin İşleyişi

2.2.1. Risk Transferi ve Spekülatörler

Bir futures piyasasının varolması için temel koşul, piyasaya konu olan mal fiyatlarının bir risk transferi gerektirecek kadar değişken olmasıdır. Tarımsal mallar bu karakteri taşıdığı için ilk futures piyasaları bu alanda kurulmuştur. Ancak diğer mal grupları da yukarıdaki temel koşulu yerine getirdiği noktada futures işlemlerine konu olmuştur. Örneğin döviz piyasalarında sabit kur sisteminin geçerli olduğu 1971 öncesinde bu tip bir piyasaya gerek yoktu. 1971 yılında altın-dolar sabit kuruna bağlı sabit kur sisteminin çöküşü ve esnek kur sisteminin doğuşu ile döviz fiyatlarındaki değişkenliğin artması, dövizlerle ilgili bir risk transferi talebi yarattı ve 1972'de International Money Market yani uluslararası döviz işlemlerinin yapıldığı ana piyasa dövizle ilgili futures sözleşmelerini başlattı.

Bunun bir diğer örneğini de bono piyasalarında görüyoruz. Batıda özellikle ABD'de istikrarlı bir görünüm arzeden tahvil faizleri, yükselen enflasyona bağlı olarak 1970'li yıllarda önemli düzeyde değişkenlik göstermeye başladı ve 1975 yılında CBOT, bonolarla ilgili ilk futures sözleşmelerini başlattı. Bir diğer futures biçimi olan indeks futures yani hisse senedi endeksi üstüne yazılan futures sözleşmeleri ise portföy (fon) risklerinin risk transferi gerektirecek bir düzeye yükseldiği 1982 yılında başlatıldı.

Futures piyasaların bir risk transferi içerdiği görülmektedir. Tarımsal piyasalarda riski devretmek isteyen çiftçidir. Riski devralan kişi ise **spekülatördür**. Yaygın kanının aksine spekülatörün zengin bir kişi olması gerekmez. İlerde incelenecek olan marjin olgusu, spekülatör olmak için gerekli ön kapital miktarını büyük ölçüde düşürür. Spekülatörün esas özelliği risk taşıyacak bir yapıda olmasıdır. Bir anlamda spekülatör,

geleceğe yönelik fiyat belirsizliklerinin olduğu bir ortamda gelecekteki fiyatları başkalarından daha iyi tahmin etme gücüne sahip olduğuna inanan ve bu inançla risk taşımayı kabul eden kişidir.

Futures piyasasının iki ucunu, riskten korunmak isteyenler (hedgers) ile spekülâtörler (speculators) yani riski kabul edenler oluşturur. Spekülâtör bu riskli işlemi bir kazanç potansiyeli gördüğü için kabul eder. Spekülâtör mal tesliminin yapılacağı gelecek zamanda spot (o anki) fiyatın futures fiyatının üstünde olacağını ve kar edeceğini öngörür.

2.2.2. Hedging

Riskten korunmak isteyen gruba futures piyasalarında verilen teknik isim “hedger”dir. Bu çalışmada riski başkasına devretmek isteyen bireyleri belirtmek için hedger deyimini kullanılmıştır. Hedger gelecekte bir mal teslim alma veya satma durumunda olan; ancak gelecekteki fiyat değişikliklerinden çekinen ve mümkünse gelecekteki mal alım veya teslimini bugün belirlenen bir fiyattan garantileyerek kendisini ani fiyat değişikliklerine karşı korumayı hedefleyen gruptur.

Bir örnekle hem hedgeri hem de spekülâtörü daha yakından tanımak mümkün olacaktır:

1995 Ekiminde buğdayın ton fiyatının spot piyasada 97 dolar olduğu varsayalım. Şu an ekim faaliyetini tamamlayan bir çiftçi Haziran 96’da elinde 2000 ton buğday olacağını düşünmektedir. Buğdayın üretim maliyeti ton başına 80 dolardır. Bir spekülâtör çiftçiye ekilen buğdayı tonu 100 dolardan almayı teklif etmektedir. Çiftçi kendi açısından garantili %25 kar içeren bu anlaşmayı kabul eder.

Haziran 96’da çiftçi hasattan sonra 2000 ton buğdayı spekülâtöre tonu 100 dolardan teslim eder ve karşılığında 200000 dolar alır. Çiftçi bu işlemde ton başına 20 dolar ve toplam olarak 40000 dolar karı hiçbir fiyat riskine girmeden gerçekleştirmiştir. Spekülâtörün durumunu ise Haziran 96’da buğdayın spot fiyatının ne olacağı belirleyecektir. Eğer buğdayın spot fiyatı Haziran 96’da 110 dolara çıkarsa spekülâtör

bu işlemde ton başına 10 dolar ve toplam olarak 20000 dolar kar sağlayacaktır. Buğday fiyatı 90 dolara düşerse bu kez ton başına 10 dolar zarar söz konusudur. Spekülatör birinci olasılığı umarak risk almıştır ancak fiyat öngörüsünde hata yapması halinde ikinci durumda olduğu gibi belirli bir zararı göze almak zorundadır. Çiftçi ise kendi açısından her durumda 40000 dolar kazancı Haziran 96 fiyatlarına bağlı olmadan gerçekleştirmektedir.

Ancak burada şöyle bir soru sorulabilir: Buğdayın tonunun Haziran 96'da 110 dolar olması durumunda çiftçi ton başına 10 dolar zarara girmekte değil midir? Bunun cevabı şöyle verilebilir:

Vadeli bir işlemde kar veya zarar durumu vade gününde ortaya çıkar. Belirsizliği ortadan kaldırmak için vadeli alım yapan bir satıcı, vade bitimindeki spot fiyat, anlaşma fiyatından daha yüksek olsa dahi anlaşma fiyatından satış yapmak zorundadır. **Belirsizliği ortadan kaldırmanın zarar şeklinde bir bedeli olabilir.** Vadeli işlem, sözleşme ile belirlenen fiyata göre oluşacak aleyhteki değişimlere karşı hedgeri (yukarıdaki örnekte satıcı) korur; ancak lehe değişim olduğunda, daha açık bir deyişle vade gününde oluşan spot fiyatın vadeli fiyattan daha yüksek olması halinde, vadeli satış yapan (örnekte çiftçi) bu olumlu farktan yararlanamaz (AKGÜÇ,1994:717).

Vadeli işlemler piyasalarında riskten korunmaya ilişkin bir başka örnek aşağıda verilmiştir:

Bir Amerikan firması olan ABC firmasının bir İngiliz firması olan XYZ firmasına pound cinsinden borcu olduğu varsayalım. ABC'nin borcunu hemen ödemesi gerekse idi, spot piyasadaki pound alacaktı. Fakat durum sıklıkla şöyledir ki bir firma, gerçek ödemenin yapılmasından önce yabancı para cinsinden belli bir miktarı ödemesi gerekeceğini bilecektir. Örneğin, ABC firması, belirli ekipmanların XYZ firmasından şu an ithaline karşılık 3 ay içinde ödenmek üzere pound miktarını belirleyen bir anlaşma yapmış olabilir. Bu işlem, ABC firmasını, 3 ay boyunca dolar, pounda nispetle değer kaybedebileceği için büyük bir kur riskine karşı açık bırakır. Bu durumda ABC firması kendi ithalat taahhüdünü karşılamak üzere daha fazla miktarda dolar harcamak

durumunda kalacaktır. ABC firması forward piyasadan, 90 günde teslim edilmek üzere bugünden belirlenmiş bir fiyattan pound satın almakla bu riskten kaçınabilir. 90 günlük beklemenin sonunda ABC, önceden belirlenmiş dolar fiyatından poundları alır ve ödemesini yapar. *ABC'nin gelecekte XYZ'ye ödemek zorunda olduğu dolarların tam miktarını bilmesine imkan veren bu prosedüre **HEDGING** denir.* Belirli bir para birimindeki açık pozisyonu kapatmada oluşan bir işlemdir. Bu örnekte ABC'nin hedging'ten önce pound cinsinden bir negatif açık pozisyonu vardır yani belirli bir tarihte pound cinsinden belirli bir miktarı ödemek üzere bir taahhüdü vardır (bir pozitif açık pozisyon ise pound fazlalığını gösterir ve ABC eğer poundları elinde tutsa idi yada 90 gün içinde pound ödemelerini almayı beklemiş olsaydı oluşacaktı). ABC poundları vadeli satın almakla kendisini koruduktan sonra negatif pozisyonunu kapatır. ABC'nin hala pound ödemek üzere 90 günlük bir taahhüdü vardır fakat bu yükümlülük, 90 günde vadesi gelen ve dolar/pound kurundaki olası değişimlerden kaynaklanan riski ortadan kaldıran forward sözleşme (vadeli anlaşma) ile telafi edilir. Bu örnek vadeli işlemler piyasalarının temel bir fonksiyonunu ortaya koyar: Vadeli işlemler piyasaları, tacirlerin kendilerini döviz kuru belirsizliklerine karşı güvence altına almalarına ve böylece uluslararası ticaretin kolaylaşmasına imkan tanır.

ABC firmasının poundları vadeli alışı durumunda bir karşı tarafın olması gerektiği düşünülecektir. Bu poundları satan kimdir? Spot piyasada en yakın satıcı bir ticari banka olabilecektir. Fakat bankanın ABC firması ile nihai bir satıcı arasında sadece bir aracı olduğunu hatırlamalıdır. Vadeli poundların bu nihai satıcısı, ABC gibi hedging yapan fakat onunkinin tam tersi bir pozisyonla, bir diğer firma olabilir. Örneğin, bir Amerikan firmasının veya bireyin 3 aylık İngiliz tahvillerine yatırım yaptığı ve 3 ay sonunda dolara çevirmek istediği farzedilsin. Yatırımcı 3 ay sonra poundların dolara geri çevrilebileceği pariteyi güvenceye almak için poundları vadeli satmaya karar verebilir. Bu tam olarak ABC'nin vadeli pound satın alışına karşı taraftır. Kendi özel durumlarına bağlı olarak bazı hedgerler vadeli piyasaya yabancı para birimi alıcısı, bazıları ise satıcısı olarak girerler. Vadeli işlemler piyasaları, onların bir araya gelmelerine ve her iki taraf için de faydalı işlemlere girmelerine imkan verir. Bu durumda vadeli dövizin hem alıcısı hem de satıcısı ticari muamelelerindeki kur belirsizliklerine karşı kendilerini koruyabilirler.

Başka bir tip yatırımcı da ABC tarafından satın alınan vadeli sözleşmeyi sağlıyor olabilir. Bu, kur değişimlerinden kar elde etmeyi bekleyen spekülâtör'dür. Beklentilerine bağlı olarak spekülâtörler, vadeli piyasaya vadeli paritenin satıcısı yada alıcısı olarak girebilirler. Şimdi, bir bireyi, vadeli döviz piyasasında yatırım yapan hayali bir yatırımcı farzederek vadeli işlemler piyasalarındaki spekülasyona ilişkin bir örnek detaylıca tartışılacaktır. Pound için 3-aylık vadeli paritenin 2.10 \$/pound ve şimdiki spot paritenin 2.00 \$/pound olduğu farzedilmektedir. Ayrıca, geleceğe ilişkin olasılıkların öznel bir değerlendirmesine dayanarak, bu bireyin, spot paritenin bugünden itibaren 3 ay sonra da 2.00 \$/pound seviyesinde kalacağını umduğu varsayılmaktadır. Eğer bu beklentiler gerçekleşecek olursa, o zaman birey, bir spekülâtör olarak, poundları 2.10 \$/poundluk şimdiki vadeli pariteden vadeli satmakla kar edebilecekti. Niçin? Eğer bugünden 3 ay sonra spot kur, 2.00 \$/pound seviyesinde kalırsa, 3 ayda vermek üzere yapmış olduğu taahhüdünü yerine getirmek için poundları o zaman spot piyasadandan (2.00 \$/pound paritesinde) satın alabilirdi. Vadeli sözleşme ise, poundların satışının 2.10 \$/pound'tan yapılması gerektiğinden dolayı vadeli satılan her pound için 0.10\$ kar elde edecektir. Genelde, bir spekülâtör, kazanç elde edileceği beklentisi üzerine, pound'da açık pozisyon varsayımıyla, poundları vadeli satma taahhüdü verir.

2.2.3. Fiyat Oluşumu, Fiyatlandırma Mekanizması

Futures piyasalarında fiyat oluşumu ile ilgili bazı noktaların altını çizmek gerekecektir. Futures fiyatları değişik teslim tarihli sözleşmeler için farklı düzeydedir. Örneğin aynı anda Eylül altın sözleşmesi 382 dolardan satılırken Aralık sözleşmesi 388 dolardan işlem görebilir. Keza futures fiyatları seans içinde de değişen bilgi akımına ve arz/talep koşullarına bağlı olarak değişir. Bir örnek olarak Wall Street Journal'dan alıntı yaparak altın futures fiyatlarının değişik sözleşmeler için günlük değişimleri 15 Temmuz 1993 günü için incelenebilecektir.

Sözleşme Ayı	Açılış Fiyatı	En yüksek Fiyat	En Düşük Fiyat	Settle Fiyatı	Açık Pozisyon
Ağustos	391,5	395,8	391,5	393,9	103767
Ekim	393,9	397,6	393,9	396,0	6486
Aralık	395,4	399,9	395,4	398,2	43858

Altınla ilgili futures sözleşmeleri 100 ons altının sözleşme ayında teslimini gerektirir. Yukarıda verilen fiyatlar bir ons altının dolar cinsinden değeridir. Tabloda gün içi fiyat oynamalarının önemli düzeyde olduğu görülmektedir. Örneğin 15 Temmuz'da Ağustos sözleşmelerinin fiyatı gün içinde 391,5 dolar ile 395,8 dolar arasında 4,3 dolar kadar oynamıştır. İşlem yapanın gün içinde hangi fiyattan alıp satabileceği ise eğer fiyat sınırlı (limitli emir) vermemişse, emirlerini yerine getiren aracı kurumun seansın hangi dakikasında müşteri emrini işleme koyacağına bağlıdır. Keza tabloda Ekim sözleşmelerinin gün(seans) içi fiyat yapısının Ağustos sözleşmesinden farklı olduğu ve gün içinde 393,9 ile 397,6 arasında değiştiği görülmektedir. Genel olarak Ekim sözleşme fiyatlarının Ağustos fiyatlarından ve Aralık sözleşme fiyatlarının Ekim fiyatlarından yüksek olduğun görülecektir. Bu olgunun nedenleri fiyat mekanizması konusunda incelenecektir. Sondan bir evvelki sütunda settle fiyatı ifadesi görülmektedir. Settle fiyatı teknik olarak kapanış fiyatından farklı bir fiyattır. Settle fiyatı seansın son 30 saniyesi veya son iki dakikasındaki en yüksek ve en düşük fiyatların aritmetik ortalamasıdır. Settle fiyatının bulunmasında kullanılan zaman süresi (son 30 sn. vs.) değişik mal grupları için farklı olabilir ve ilgili futures borsası tarafından saptanır. Kapanış fiyatı yerine settle fiyatı kullanılması iki olguyla ilişkilidir. Settle fiyatı, nitelikleri ilerki bölümlerde görülecek olan marjin hesaplarının yapılmasında kullanılan fiyattır. Ayrıca bazı piyasalarda seans sonu yoğun alım ve satım emirlerine konu olabilir ve kapanış fiyatı ani bir sıçrama içerebilir. Marjin hesapları belli bir istikrar gerektirdiği için futures piyasalarında anlaşma gereği olarak kapanış fiyatı yerine settle fiyatı kullanılır.

Tablodaki son sütunda açık pozisyon (open interest) ifadesi görülmektedir. Bu da futures'a özgü teknik bir deyimdir. Seans kapanışında açık olan sözleşme pozisyonlarını

gösterir ve işlem hacminden farklı bir kavramdır. Eğer bir kişi sabah bir sözleşme satın alıp aynı sözleşmeyi seans sonunda satarsa bu o günkü işlem hacmine iki sözleşme olarak girer. Buna karşın bu işlemin o günkü açık pozisyon karşılığı sıfırdır çünkü birbirini götüreren iki işlem söz konusudur. İşlem hacmi, gün içinde ne kadar sözleşmenin el değiştirdiğini gösterir; buna karşın açık pozisyon seans sonunda kapatılmayan pozisyonların toplamıdır ve bu açıdan piyasanın gerçek akışkanlığını daha iyi yansıtan bir kavramdır.

Futures piyasalarında fiyat oluşumu ile ilgili olarak iki noktanın daha altını çizmek gerekecektir. Bunların ilki, futures piyasalarında fiyatların belli aralıklarla değişmesidir. Örneğin seans içinde şu an altının ons fiyatı 393,2 dolar ise bir sonraki anda oluşacak ve bilgisayar ekranına yansıtılacak yeni fiyat eski fiyattan en az 10 cent fazla veya noksan olacaktır. Bir başka deyişle yeni fiyat ya 393,1 veya 393,3 olacaktır. Fiyat değişimindeki bu minimum sınıra **fiyat oynaması/tick** (minimum price fluctuation) denir. Minimum fiyat oynamalarının o seansta ne olacağı ilgili futures borsası tarafından saptanır ve zaman içinde değiştirilir. Genelde her değişik mal grubu için farklı fiyat oynama minimumları söz konusudur. Fiyatlarla ilgili bir diğer konu, gün içindeki toplam fiyat oynamasının da sınırlı olmasıdır. Bu değer de futures borsası tarafından saptanır. Örneğin, altın için günlük toplam fiyat oynaması 25 dolar ise ve bir gün önceki kapanış fiyatı 390 dolar ise bugünkü fiyatlar 365 dolardan az ve 415 dolardan fazla olamaz. Buna **günlük fiyat limiti** (daily limit) denir. Eğer fiyatlar saptanan alt veya üst limitlere ulaşırsa ilgili borsa o noktada alım ve satımları durdurur (EROL,1994:11,12)

2.2.3.1. Fiyat Mekanizması

21 Temmuz'daki buğday sözleşmelerine bakılırsa spot buğday fiyatları ve değişik sözleşme ayları için buğday futures fiyatlarının aşağıdaki gibi olduğu görülür:

Spot (21 Temmuz 93)	295,50 \$
Eylül sözleşmesi	310,75 \$
Aralık Sözleşmesi	320,50 \$
Mart Sözleşmesi(94)	324,75 \$

Burada belli bir yapı göze çarpmaktadır. En yakın sözleşme fiyatının spot fiyattan daha yüksek olduğu ve daha uzak sözleşmelere doğru gittikçe fiyatın daha da arttığı gözlenmektedir. Futures sözleşmelerinin fiyatlaması basit bir mantığa dayanır. Örnekte Aralık ayı sözleşmesi alan bir şahıs, Aralık ayında 5000 bushel buğdayı bushel başına 320,5 dolardan alma hakkına sahiptir ve depolama külfetine girmeksizin 5000 bushel buğday teslim almayı garanti altına almıştır. Ancak bu şahsın bir diğer alternatifi daha mevcuttur. O da bugünkü spot fiyattan yani bushel başına 295,5 dolardan buğdayı satın alarak bunu Aralığa dek saklamaktır. Ancak ikinci alternatifte bu şahsın ödediği spot fiyata ek olarak depolama ve stoklama maliyetlerini de yüklenmesi gerekmektedir. Bu maliyetlerin toplamına **taşıma maliyeti** (cost-of-carry) denir. Bu maliyetlerin ayrıntılı dökümü, depolama masrafını, buğdayı sigortalama bedelini, yükleme/boşaltma masraflarını ve ayrıca stoktaki mala bağlanan paranın kazandırabileceği faiz miktarını içerir.

Taşıma Maliyeti Modeli, esas olarak finansal olmayan mallar üzerine düzenlenerek vadeli işlem sözleşmelerin değerinin tespitinde kullanılmaktadır. Ancak aynı yöntem finansal araçlara dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin değer tespitinde de kullanılmaktadır.

Model, ürünün veya finansal varlığın nakit fiyatı ile vadeli fiyatı arasındaki ilişkinin düzeyini ölçmektedir. Modele göre vadeli fiyat, teslimat tarihinden önceki herhangi bir dönemde nakit fiyatın üzerinde olmak zorundadır. Bunun nedeni sözleşmenin içerdiği fiziki miktarın, sözleşme alınış tarihinde satın alınması ve sözleşme bitiş tarihine kadar taşınması maliyetinin nakit fiyata eklenmesidir. Taşıma maliyeti;

- a) Satın alma için kullanılan finansman maliyeti (faiz maliyeti)
- b) Saklama maliyeti
- c) Sigorta maliyeti
- d) Navlun ücreti
- e) Saklama dönemi içerisinde meydana gelebilecek diğer maliyetler'

den oluşmaktadır.

Buna göre model şu şekilde formüle edilmektedir:

Vadeli Fiyat = Nakit Fiyat + Birim Finansman Maliyeti + Birim Saklama Maliyeti
veya

$$F_{ct} = S_t + S_t \times R_{t,T} \times (T-t)/365 + G_{t,T}$$

F_{ct} : T tarihinde teslimatı yapılmak üzere t tarihindeki sözleşmenin vadeli fiyatı

S_t : t tarihindeki nakit fiyatı

$R_{t,T}$: T-t dönemi için t tarihinde borçlanılabilen risksiz faiz oranı

$G_{t,T}$: T-t döneminde saklaması yapılacak ürünün saklama maliyeti

Ancak bu model, bazı varsayımların gerçekleşmesi durumunda işlemektedir. Bu varsayımlar:

1. Vadeli sözleşmenin veya ürünün fiziksel miktarının alınıp satılmasını etkileyecek bilgi veya işlem maliyetinin olmaması,
2. Borç alınan veya verilen tutar üzerinde herhangi bir kısıtlama olmaması,
3. Borç alma veya verme oranının aynı risksiz faiz oranı üzerinden yapılması,
4. Teminat riskinin olmaması,
5. Ürünlerin özelliklerinde, sonuna kadar saklanması sırasında değişiklik olmaması,
6. Vergi alınmaması.

Gelişmiş vadeli işlemler piyasalarında, piyasada gerçekleşen vadeli fiyat ile teorik olarak hesaplanan vadeli fiyat arasında pek bir fark olmadığı gözlemlenmektedir. Bunun birinci nedeni, piyasaların etkinlik düzeyinin yüksek olması, ikinci nedeni ise arbitraj imkanının bu farka izin vermemesidir (İMKB, 1995:3,4). Etkinlik(efficiency) düzeyi yüksek olan piyasalarda spot fiyatların belirlenmesi, haberlerin beklentileri, beklentilerin alma ve satma kararlarını etkilemeleri, alma ve satma kararlarının da piyasada fiyatları değiştirmesi şeklinde gerçekleşmektedir. O nedenle arz ve talep güçleri, spot ürün fiyatlarını etkileyen en önemli mekanizmadır. Spot ürünlerden türetilmiş olduklarından dolayı futures sözleşmeleri da bu mekanizmadan

etkilenmektedir (ERDOĞAN,1995:85). Nakit ve vadeli piyasa arasındaki arbitraj ilişkisi ise vadeli sözleşmelerin fiyatlamasında ayrı bir önem kazanmaktadır.

2.2.3.2. Arbitraj İmkânı

Arbitraj, aynı malın değişik piyasalardaki fiyat farklılıklarından yararlanma, avantaj sağlama işlemine denmektedir. Yukarıda belirtilen tüm varsayımların sağlanması durumunda vadeli fiyatın, nakit fiyat ile taşıma maliyeti tutarlarının toplamına eşit olması gerekmektedir. Bu eşitliği bozacak herhangi bir değişikliğin yaşanması, arbitraj imkânı doğuracak ve bu durum arbitraj yatırımcılarının nakit veya vadeli işlemler piyasalarında ters pozisyon almasını sağlayacak işlemlere yönlendirerek fiyat farkının ortadan kalkmasını sağlayacaktır.

Arbitraj, ürün veya varlığın vadeli veya nakit fiyatlarından birisinin olması gereken seviyesinden daha yukarıda veya aşağıda olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Ürünün veya varlığın vadeli fiyatı, olması gereken düzeyin üzerinde ise bu durumda arbitraj yatırımcısı, vadeli sözleşmede kısa pozisyon (satım) sahibi olacak, nakit piyasada ise vade bitimine denk gelecek şekilde uzun pozisyon(alım) tutacak ve bu yatırım tutarını borçlanma ile finanse ederek vade sonunda vadeli piyasadaki kısa pozisyonun gerektirdiği yükümlülüğü yerine getirecektir. Bu işlemlerin sonunda dış kaynakla finanse edilen yatırımdan risksiz kar elde edilecektir. Diğer yandan vadeli fiyat olması gereken seviyenin altında ise bu durumda yukarıda yapılan işlemlerin tersi uygulanarak arbitraj yapılacaktır.

Arbitraj işlemleri, vadeli ve nakit piyasada talep artış veya azalışı yaratarak varlığın veya ürünün fiyatının olması gereken düzeye çekilmesini sağlamaktadır.

Finansal varlıklara veya mallara dayalı olarak düzenlenen vadeli işlem sözleşmelerinin değerleri ürün bazında küçük farklılıklar göstermekle beraber temelde, taşıma maliyeti yöntemi ve arbitraj ilişkisine dayanmaktadır. Bu nedenle ürün bazında fiyatlama modellerine yer verilmeyecektir.

2.2.3.3. Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Fiyatlamasında Teorik Yaklaşımlar

a) Belirsizlik Olmayan Ortamda Olması Gereken Fiyat

Belirsizliğin bulunmadığı durumda, finansal vadeli işlem sözleşmesinin teorik fiyatı (fair value), basitçe “taşıma maliyeti” modeli kullanılarak hesaplanabilir. Taşıma maliyeti modeli, arbitraj aralığı mantığına dayanır. Nakit al-Vadeli sat (cash-and-carry) ve Nakit sat-Vadeli al (reverse cash-and-carry) stratejilerini kullanan arbitraj yatırımcıları, vadeli işlem sözleşme fiyatını belli bir fiyat aralığının içinde tutarlar. Fiyat aralığının dışına çıkan fiyatlar, risksiz kar elde etme fırsatı yaratır.

Arbitraj işlemlerinde nakit ve vadeli işlemler piyasalarının aynı anda kullanılmasıyla yapılan iki temel yatırım seçeneği vardır:

1. Borç alınarak nakit piyasadan varlık satın alınır. Dönem sonuna kadar varlık elde tutulur ve dönem sonunda nakit piyasada satılır. Bu işlemde elde edilen gelir ile alınan borç ve faiz geri ödenir.
2. Cari vadeli işlem fiyatından T dönemli vadeli işlem sözleşmesi satılır. T dönem sonra nakit piyasadan alınan varlık ile vadeli işlem sözleşmesi teslimat yükümlülüğü yerine getirilir.

İkinci seçenekten sağlanan kar = $S_T - F_C$

S_T : T dönem sonunda nakit piyasa fiyatı

F_C : Cari vadeli işlem fiyatı

Tam belirlilik durumunda $S_T = F_C$, yani cari vadeli işlem fiyatı, sözleşme vade sonundaki nakit piyasa fiyatına eşit olacaktır. Dolayısıyla bu stratejiden sağlanan kar sıfır olacaktır. Tam belirlilik nedeniyle başlangıç veya değişim teminatlarına ihtiyaç duyulmayacağından, ikinci stratejide sözleşme yaşamı boyunca nakit akışı gözlenmeyecektir.

Birinci yatırım seçeneğinden sağlanan kar = $S_T - S e^{(r-d)T}$

S_T : T dönemi sonunda nakit piyasa fiyatı

S : Cari nakit piyasa fiyatı

$(r-d)$: Taşıma maliyeti

r : Yıllık bazda taşıma maliyeti(kredi faizi de dahil) oranı, finansal vadeli işlemlerde kredi faizi olarak alınır.

d : T dönemi için sözleşmeye konu nakit varlıktan sağlanan yıllık bazda brüt getiri oranı

Her iki seçeneğin dönem sonu getirisi aynıdır. Yatırımcının refahında herhangi bir değişiklik oluşmamakta ve risk bulunmamaktadır. Arbitraj amaçlı işlemler olarak tanımlanan bu işlemlerde denge durumunda sıfır kar elde edilmektedir.

Denge halinde; $S_T - F_C = S_T - S e^{(r-d)T}$ olacaktır. Buradan baz değerinin taşıma maliyeti tutarına, mutlak değer olarak eşit olduğunu gözlemleyebiliriz.

$F_C = S e^{(r-d)T}$; $\ln(S_T/S) = (r-d) + \ln(F_T/F_C)$ olacaktır.

(Normal şartlarda $F_T = S_T$ dir.)

Baz : Vadeli işlem fiyatı ile cari nakit piyasa fiyatı arasındaki fark olan baz(basis), taşıma maliyetine eşittir. Baz, (vadeli piyasa fiyat değişimi - nakit piyasa fiyat değişimi) olarak da alınabilir. Ayrıca bazı kaynaklarda baz, (nakit piyasa fiyatı - vadeli piyasa fiyatı) olarak da kullanılmaktadır. Bu nedenle, Baz = Taşıma maliyeti oranı = $(r-d)$ şeklinde yazılabilir ve taşıma maliyeti pozitif olduğunda baz pozitif (contango = normal piyasa), taşıma maliyeti negatif olduğunda baz negatif (backwardation = ters yönlü piyasa) olmaktadır.

Eğer spot fiyat teorik futures fiyattan çıkarılıyorsa buna *teorik baz*, buna karşın spot fiyat piyasada oluşan futures fiyatından çıkarılıyorsa buna da piyasanın belirlediği baz ya da *piyasa bazı* denir. Normal koşullarda taşıma maliyeti pozitif bir değer olacağı ya da futures fiyatı spot fiyattan fazla olacağı için bazın (teorik ve piyasa bazı) pozitif bir

değer olması gerekir. Ancak bazın negatif olması durumu bir örnekle incelenebilir. 15 Mart 1993 günü buğday piyasasında spot ve değişik futures fiyatları için kotasyon şöyle idi:

Spot (15 Mart)	381 (bushel başına cent)
Mayıs sözleşmesi	327.75
Temmuz sözleşmesi	303.5
Eylül sözleşmesi	307
Aralık sözleşmesi	316.5

Yani gerçek bir piyasada spot fiyat büyük oranda futures fiyatlarından fazla idi ve örneğin Eylül sözleşmesi için piyasa bazı (-74) idi. Dolayısıyla Marttan Eylülde dek mal taşımanın maliyeti de sıfırın altında negatif bir sayı olarak görünmekteydi. Buradaki sorun futures fiyatının formülünde bir unsuru hesaba katmamaktan kaynaklanmaktadır. Bu unsura **uygunluk getirisi** (convenience yield) denir. Uygunluk getirisi, elde spot mal bulundurmanın sağladığı avantajların parasal karşılığı olarak tanımlanabilir. Futures sözleşmesi satan bir kişi gerçekte şu an elinde olmayan bir malı satmaktadır ve sözleşme süresi bitiminde bu malı piyasadan spot olarak alıp teslim etmekle yükümlüdür. Normal koşullarda bu bir sorun olmayabilir. Ancak bir kriz veya savaş dolayısıyla malın piyasada bulunmadığı varsayılın. Bu durumda futures piyasasında satış pozisyonu alan bir kişi ya mal teslim yükümlülüklerini zamanında yerine getiremeyerek tazminat ödemek zorunda kalacak ya da malı karaborsadan yüksek fiyattan almak zorunda kalacaktır. Şu halde malı spot olarak taşıyan kişinin futures sözleşmesi tutan kişiye göre bu ek maliyetlere girmeyeceği için bir avantajı vardır. Bu avantajın parasal karşılığına uygunluk getirisi denir. Piyasa, futures sözleşmesi bitim süresinde her hangi bir nedenle mal bulmada bir sıkışıklık olacağını düşünüyorsa bu beklentiyi futures fiyatlarına yansıtır.

Uygunluk getirisinin büyük önem kazandığı ve bazın negatif olduğu ters piyasa (backwardation)'nın oluşumu birkaç faktöre bağlıdır. Bunlardan biri bir kriz anıdır. Örneğin dünyanın en büyük kakao üreticilerinden biri Gana'dır. Bu ülkede bir darbe veya savaş mal teslimi ile ilgili sorunları artırabilir ve piyasanın tersine dönmesine

neden olabilir. Diğer iki neden konjonktür dalgaları ve mevsimlik dalgalarla ilgilidir. Bilindiği gibi ekonomiler genellikle düzgün biçimde gelişmezler. Büyüme hızının ve talebin yüksek olduğu genişleme dönemlerini, talebin ve üretimin azaldığı daralma (resesyon) dönemleri izler. Genellikle genişleme dönemlerinin sonlarına doğru tüm stokların yüksek talep dolayısıyla bittiği ve üretimin talebi karşılayamayarak mal darlıklarına neden olabildiği görülür. Özellikle sanayi tipi madenler (bakır gibi) bunun iyi örneklerini oluştururlar. Sanayi tipi maden piyasalarında genişleme döneminin sonuna doğru ters piyasalar sık görülen bir olgudur. Buna karşın tarımsal ürünlerde ters piyasaları özellikle mevsimlik dalgalanmalar açıklamaktadır.

Benzer bir arbitraj ilişkisi, farklı teslimat aylarına sahip vadeli işlem sözleşmelerinin fiyatları arasında da kurulabilir.

$$F_{C2} = F_{C1} e^{(r-d)(T2-T1)}$$

F_{C2} : T_1 vade sonlu sözleşmenin cari fiyatı

F_{C1} : T_2 vade sonlu sözleşmenin cari fiyatı

İki farklı vadeli işlem sözleşmesinin fiyatları arasındaki fark “aralık” (spread) olarak bilinir. Böylece, Spread = Taşıma Maliyeti olduğundan, (r-d) pozitif olduğunda $F_{C2} > F_{C1}$ (contango piyasa), (r-d) negatif olduğunda $F_{C2} < F_{C1}$ (backwarded piyasa) durumu gözlenecektir. Cari vadeli işlem fiyatı teorik fiyattan farklılık gösterdiğinde, tam belirlilik ortamında arbitraj fırsatı doğmaktadır.

b) Belirsizlik Halinde Olması Gereken Fiyat

Gelecekte nakit piyasa fiyatının ne olacağının kesin olarak bilinmediği belirsizlik ortamlarında, cari vadeli işlem sözleşme fiyatı ile sözleşmenin vade sonunda gerçekleşecek nakit piyasa fiyatı büyük olasılıkla birbirinden farklı olacaktır. Bu fark tahmin edilebildiği zaman, cari vadeli işlem sözleşme fiyatının ne olması gerektiği ölçülebilir.

Beklentiler hipotezine (expectations hypothesis) göre, yatırımcı riske karşı duyarsızdır (risk-neutral) ve cari vadeli işlem sözleşme fiyatı, sözleşmenin vade sonundaki beklenen nakit piyasa fiyatını göstermektedir. Böylece;

$$F_C = E(S_T) \text{ olacaktır; } E(S_T) : T \text{ dönemi sonunda beklenen nakit piyasa fiyatı}$$

Vadeli işlem sözleşmelerinden elde edilebilecek getiri oranı yatırılan teminat tutarına ve pozisyonun alım(uzun) veya satım(kısa) pozisyonu olarak tutulmasına bağlıdır. Teminat olarak yatırılan menkul kıymetlere risksiz faiz oranı kadar faiz işletilmektedir. Bu durumda belirli bir vadedeki uzun ve kısa pozisyonlar için getiri oranı;

Uzun Pozisyonlar İçin Getiri Oranı:

$$r + \frac{S_T - F_C}{F_C}$$

Kısa pozisyonlar için getiri oranı:

$$r + \frac{F_C - S_T}{F_C} \text{ olacaktır.}$$

r : Yıllık bazda taşıma maliyeti(kredi faizi de dahil) oranı, finansal vadeli işlemlerde kredi faizi olarak alınır.

Eğer beklentiler hipotezi geçerli ise $F_C = S_T$ olacak ve dolayısı ile $F_C - S_T = 0$ olacağından vadeli işlemlerden elde edilecek getiri oranı risksiz faiz oranına eşit olacaktır. Beklentiler hipotezi, temeli oluşturmada iyi bir işlev görmekle beraber, riske açık pozisyon tutan spekülörlerin de riske karşı duyarsız olmaları durumunda ortalama olarak yalnızca risksiz getiri oranından kazanç sağlamayı umduklarını iddia etmektedir. Ancak riske karşı korunmak amacıyla vadeli işlemler piyasasına girenlerin taleplerini karşılamak için risksiz getirinin üzerinde bir miktar risk primi isteyen spekülörlerin varlığı, söz konusu hipotez tarafından açıklanamamaktadır.

Taşıma maliyeti modelinin yukarıda anlatılan iki yatırım stratejisinin arbitraj yatırımcıları tarafından kullanılmasıyla oluşan arbitraj aralığı içinde beklentiler çarpışmakta ve vadeli işlem fiyatlarının tespitinde spekülatif stratejiler temel rol oynamaktadır. Cari vadeli işlem fiyatı ile aynı işleme konu ününün vade sonundaki beklenen nakit piyasa fiyatı arasında risksiz getiri oranı bazında sağlanan eşitlik, işlem

maliyetleri ve vadeli işlem piyasasında işlem yapanların riskten kaçınmaları durumunda sağlanamamaktadır. Spekülatörlerin risksiz getirinin üzerinde bir risk primi talep etmeleri, cari vadeli işlem fiyatı ile vade sonundaki beklenen nakit piyasa fiyatı arasında fark oluşmasına yol açmaktadır.

Beklenen nakit piyasa fiyatları ile cari vadeli işlem fiyatları arasındaki ilişkiyi riskten kaçınma varsayımı altında açıklamaya çalışan iki teori vardır. Bunlar:

1- Normal Ters Piyasa (Backwardation) Teorisi: Vadeli işlem sözleşme fiyatları, sözleşmenin vade sonuna yaklaştıkça artmalıdır. Çünkü, sahip oldukları varlıkların değerindeki olası değişimlere karşı korunmak isteyen hedgerler, uygun vadeli işlem sözleşmelerinde satıcı taraf olacak ve alıcı taraf olmaları için riskten kaçınan spekülatörlere risksiz getiri oranının üzerinde bir risk primi ödeyeceklerdir. Böylece, cari vadeli işlem fiyatı, beklenen nakit piyasa fiyatının altında gerçekleşecek ve sözleşmenin vade sonunda nakit piyasa ile vadeli işlem piyasası fiyatlarının eşitlenebilmesi için, teslimat tarihine yaklaştıkça artacaktır. Bu teori, Keynes ve Hicks tarafından açıklanmıştır.

2- Normal Düz Piyasa (Contango Market) Teorisi : Vadeli işlem sözleşmesi alarak riskten korunmaya çalışanlar, riskten kaçınan spekülatörlerin satıcı taraf olmalarını sağlamak amacıyla satıcıya risksiz getiri oranının üzerinde bir getiri sağlarlar. Böylece, vadeli işlem fiyatı, beklenen nakit piyasa fiyatından daha yüksek belirlenecek ve teslimat tarihine yaklaştıkça zaman içinde azalacaktır (İMKB, 1995:3-9).

2.2.4. Marjin

Bu bölümde futures piyasalarında ödeme yükümlülüklerinin nasıl yerine getirildiğine değinilecektir. Futures piyasalarında sözleşme alıp satmak isteyen kişi, marjin denilen bir ön tutar yatırmak zorundadır. Örneğin 15 Temmuzda 395 dolar futures fiyatından altın Ekim sözleşmesi satın almak isteyen kişi, sözleşme bitiminde mal teslim almak için gerekli olan toplam bedeli ($395 \times 100 = 39500$ \$) değil fakat bu bedelin yaklaşık

%10'u kadar bir bedeli örneğin 3000 \$ yatırarak pozisyon açar. Ön marjin yada açılış marjini (initial margin) denilen bu miktar, bu kişinin 15 Temmuzdan (marjini yatırıldığı gün) başlayarak bir Ekim altın sözleşmesini kontrol etmesini sağlayacaktır. Aynı şey satış sözleşmeleri için de geçerlidir. Bu miktar, pozisyon tutan kişi tarafından aracı kuruma ve aracı kurum tarafından da futures borsasına yatırılır. Ön marjin bir ön ödemeden ziyade kaporadır (performance bond). Futures işlemleri gelecekte yerine getirilecek taahhütleri içerdiği için pozisyon açan kişi ön marjini yatırarak gelecekteki taahhütlerine ilişkin parasal bir garanti vermektedir (EROL,1995:14,15).

Marjin hesapları genellikle faiz almaktadır. Dolayısı ile marjin hesapları sadece fırsat maliyetini yansıtmaz, aynı zamanda faiz oranı riski de içermektedir. Ödememe riskini daha da azaltmak için futures işlemi günlük mutabakat uygulamasını kullanmaktadır. Buna “marking to market” denir. Yani eski sözleşme iptal edilip yeni fiyat değişikliği ile hesaplaşma yapıldıktan sonra yeni fiyat üzerinden yeni bir sözleşme yazılmakta, bu uygulama işlemlerin muhasebesini kolaylaştırmaktadır. Böylece farklı zamanlarda yazılmış, farklı fiyat üzerinden düzenlenmiş çok sayıda sözleşmenin kayıtlarının tutulması zorunluluğu ortadan kalkmaktadır. Bunun yerine tüm geçerli sözleşmeler güncel fiyatları ile belirlenip eşit olurlar. Sözü edilen bu günlük mutabakatın (daily settlement) farazi bir örneği aşağıda verilmektedir. 0

15 Temmuzda bir futures sözleşmesine 3000 \$ ön marjin yatırarak onsu 395 dolardan 100 onsluk bir sözleşme alan kişi, 16 Temmuzda Ekim futures sözleşmeleri settle fiyatı itibarıyla 398 dolara çıkınca ons başına 3 dolar ve bir altın futures sözleşmesi 100 ons karşılığı yapıldığı için toplam 300 dolar kazanç sağlayacaktır. Sözleşme sahibi, 16 Temmuz akşamı aracı kuruma telefon ederse, aracı kurum kendisine, hesabında 300 dolar bulunduğunu ve isterse bu parayı çekebileceğini söyleyecektir. Futures piyasalarında gerçekleşen karlar, eğer istenirse karın gerçekleştirildiği günün akşamı hesaptan tahsil edilebilir. Fakat ön marjin pozisyon kapatılıncaya kadar geri alınamaz. Ertesi gün yani 17 Temmuzda futures fiyatı 402 dolara çıkınca o gün için ons başına 4 dolar daha yada toplam olarak 400 dolar ek kar sağlamış olur. Eğer 16 Temmuzda kazancını tahsil etmeyip aracı kurumda bıraktıysa, 17 Temmuz akşamı aracı kurum nezdinde 700 dolarlık istenildiği an tahsil edilebilir kredisi var demektir.

18 Temmuz günü piyasanın birden döndüğü ve futures fiyatının 394 dolara düştüğü varsayalım. Bu durumda aracı kurum sözleşme sahibinden ons başına 8 dolar ve toplam 800 dolar talep edecektir. Kredisini (o ana kadar çekmediği varsayımıyla) yani önceki iki günde kazandığı 700 doları kaybettiği gibi ek olarak 100 doları daha aracı kuruma vermesi gerekmektedir.

Burada şunu belirtmekte fayda vardır. Marjin hesabı belli bir seviyenin altına örneğin başlangıç marjininin %75'inin altına düştüğü zaman, hesap sahibi hesabını tekrar başlangıç marjine getirecek kadar para yatırmak zorundadır. Yukarıdaki örnekte üçüncü gün sonunda hesaba 100 dolar yatırılması gerekmektedir ama aracı kurumlar müşterileriyle olan ilişkilerinde daha esnek olabilirler. Futures pozisyonunu devam ettirmek için değişim marjini tutarının aracı kurum tarafından borsaya yatırılması bir gereklilik olmakla beraber bunun müşteriye hemen yansıtılıp yansıtılmayacağı aracı kurumun kararına bağlıdır. Aracı kurumlar müşteri hesabına borsaya değişim marjini yatırırken bunu hemen o gün müşterilerine yansıtmayabilirler. Başka bir deyişle belli bir limite kadar (örneğin %75) iyi müşterilerinden değişim marjini için gerekli olan miktarı hemen talep etmeyebilirler. Bu durumda ertesi gün fiyatların gelişmesi beklenir. Ancak açıktır ki müşteri yeni marjin uyarıları alıyor ve pozisyonunu kapatmamakta direniyorsa belli bir noktada biriken tüm değişim marjinlerini aracı kurumuna ödemek zorunda kalacaktır. Aracı kurumun müşterisine yansıtmadığı bu marjin aralığına *devam ettirme marjini (maintenance margin)* denir. Yukarıdaki örneğimizde ön marjin 3000 dolar iken belli bir limite kadar müşteriye yansıtılmayan kısmın $(\%100 - \%75 = \%25) \times 3000\$ = 750\$$ olduğu varsayalım. Bu durumda devam ettirme marjini 750 dolardır. 16 Temmuzda altın sözleşme fiyatı 394 dolara düştüğünde normal koşullarda 100 dolar değişim marjini ödenmesi gerekirken 750 dolarlık limitin altında kaldığından sözleşme sahibi bu yükümlülükten muaf tutulur. 17 Temmuzda fiyat 390 dolara düştüğünde de toplam değişim marjini $(100 + 400 = 500 \text{ dolar})$ hala 750 dolarlık limitin altında kaldığından bir ödeme yükümlülüğü olmayacaktır. Ancak 18 Temmuzda fiyat 386 dolara düştüğünde toplam değişim marjini $(500 + 400 = 900 \text{ dolar})$, limitin üstüne çıktığı için bu miktarın tamamının yani 900 doların yatırılması gerekir.

Burada bir ayrıntıya değinmek gerekir. ABD borsalarında gerek ön marjin gerekse değışim marjini yükümlülükleri nakit olarak(çek yollayarak) yerine getirilebildiği gibi hazine bonusu (ABD’de T-bill) olarak da karşılanabilir. İkinci seçenekte hazine bonosunun faiz geliri marjini yatıranın hesabına işleneceği için bu seçenek özellikle büyük miktarda ön marjin yatıranlar (çok miktarda sözleşme alanlar) için bir avantajdır. Ancak hazine bonusuyla marjin yükümlülüklerini yerine getirenler devam ettirme marjininin avantajından yararlanamazlar. Çünkü devam ettirme marjini sadece nakit olarak açılan marjin hesaplarına uygulanır.

Günlük hesaplaşma, sözleşme sahiplerinin marjin hesaplarına borç veya alacak olarak kaydedilerek gerçekleşir. Marjin hesabı belli bir seviyenin altına düştüğünde, hesap sahibinin hesabını tekrar ön marjin seviyesine getirecek kadar para yatırma zorunluluğuna teminat talebi-**marjin uyarısı** (margin call) denmektedir. Marjin hesabının tutulması gereken bu minimum seviyeye “**güvence marjini**” denir ve hesabın derhal bu güvence marjini seviyesine çekilmemesi halinde aracı kurum otomatik olarak sözleşmeyi o an geçerli fiyattan satarak pozisyonu kapatır. Ön marjine ek olarak marjin uyarısı sonucu yatırmak zorunda olunan marjine **değişim marjini** denir.

Futures fiyatları gün içinde önemli ölçüde değışir. Marjin uyarısına esas olan ve değışim marjini hesaplarında kullanılan fiyat *settle fiyatı*dır. Değişim marjinlerinin aracı kurum tarafından bir gün sonraki seans başlamadan önce futures borsasına yatırılması gerekir.

Değişim marjini ve marjin uyarısı olgusu futures piyasalarının yüksek düzeyde risk içeren piyasalar olduğunu gösterir. Marjin uyarıları devam ettikçe müşteri ya belli miktarda zararı kabul ederek pozisyonunu kapatacak veya pozisyonu devam ettirmek için kararlı ise (sözleşme süresinden önce büyük bir fiyat patlaması olacağı varsayımıyla) kendi hesabından her gün ek ödemeler yapmayı kabul edecektir. Burada futures oyuncusunun tek tesellisi günlük fiyat limitlerinin varlığıdır. Futures borsası tarafından fiyatların bir tek gün içinde değışmesine izin verilen maksimum miktara *fiyat limiti* denir. Futures oyuncusu en azından, yaklaşık olarak bir günde karşılaşılabileceği maksimum marjin uyarı miktarını hesaplayabilir. Altın sözleşmesinde günlük değışim

limiti 25 dolar olduğu için bir kişinin karşılaşılabileceği maksimum marjın uyarı tutarı 2500 dolardır ($100 \times 25 = 2500\$$) Ancak ertesi gün fiyatlar düşmeye devam ederse sözleşme alıcısı yeni marjın uyarılarını karşılamak zorundadır ve bir gün için riski sınırlı olmakla birlikte daha uzun bir zaman süresinde teorik olarak riski sınırsızdır.

Ön marjın tutarları ilgili futures borsaları tarafından saptılır. Genelde ön marjın miktarları günlük değişim limitine eşit veya yakın düzeyde saptılır. Örneğin altının futures borsası tarafından izin verilen günlük limiti 25 dolar ise (fiyatlara gün içinde en çok 25 dolar değişme izni veriliyorsa) toplam ön marjın tutarı bu limitle sözleşme miktarı (100 ons) çarpılarak 2500 dolar olarak saptılır. Gerek günlük limitler gerekse ön marjın miktarları futures fiyatlarının değişkenliği (volatility) arttıkça yükseltilir. Bu açıdan bazı borsalarda ön marjın hesaplanırken farklı bir formül uygulanır. Bu formülde son altı ay veya bir yılın fiyatlarının aritmetik ortalaması alınarak buna aynı dönemdeki fiyat standart sapmasının iki veya üç katı eklenerek ön marjın tutarı saptılır (EROL,1994:15-19).

2.2.5. Takas Odası

Futures borsalarının beyni takas odasıdır. Takas odası tüm ticari işlemlerin yürütüldüğü ve kaydedildiği merkezdir. Futures borsalarında tüm sözleşme alım ve satımları takas odası üstünden yürütülür. Keza tüm marjınler takas odasına yatırılır ve sözleşmelerle ilgili kayıtlar burada tutulur. Takas odasının ana görevi futures işlemlerinin düzgün biçimde yürümesini sağlamak, piyasada oyuncuların birinin yükümlülüklerini yerine getirememeye riskine karşı bir garantör olarak işlev görmektir. Takas odaları futures borsalarına bağlı bir bölüm olabileceği gibi bir borsa ile ilişkili ancak ondan bağımsız bir kuruluş da olabilirler. İkinci durumda borsayı oluşturan üyelerle takas odasını oluşturan üyeler birbirinden farklıdır. Takas odası kamu denetiminde, özel nitelikli ve kar amacı gütmeyen bir kuruluştur. Üyeleri genellikle büyük aracı kurum ve bankalardan oluşur. Üyelik belli miktarda kapital koymayı gerektirir.

2.2.5.1. Oda Üyesi Olmanın Yarar ve Sakıncaları

Takas odasına üye olmanın yararları arasında (1)prestij unsurunu, (2)o futures borsasında marjın koymadan oynama hakkını ve (3)genellikle kendileri de o piyasanın önemli oyuncularından olduklarından futures piyasasına gelen emirleri ilk elden görme avantajını sayabiliriz. Bu yararlar karşılık kapitallerini bir kriz durumunda risk etme durumundadırlar.

Takas odasının ana işlevi, işlemlerin bir güvenlik sorunu çıkmadan düzgün biçimde yürütülmesidir. Sistemin esasını piyasaya katılanlardan alınan marjınlar oluşturur. Bu marjınlar (ön ve değişim marjınları) önemli bir piyasada büyük bir yekûn oluştururlar. Piyasada bir oyuncunun yükümlülüklerini yerine getirememesi durumunda marjınlarla oluşturulan bu yekûnün bir bölümü karşı tarafın taleplerini karşılamakta kullanılır. Örneğin bir taraf mal teslim edemez ise takas odası otomatik olarak devreye girer ve gerektiğinde spot piyasadan mal temin ederek mal teslimatı bekleyen tarafın talebini gecikme olmadan yerine getirir. Mal tesliminde yükümlülüklerini yerine getiremeyenlere karşı kanuni işlemler de daha sonra takas odasına bağlı avukatlarca yürütülür. Böylece mal teslimatı bekleyen taraf, sistemde bir aksama olduğunda kanuni sürece girmeden (ve muhtemelen bir problem olduğunu dahi bilmeden) malını beklediği zamanda alabilir. Görüldüğü gibi marjın mekanizmasının temeli bu işlerliği sağlamaktır. Bu açıdan ön marjın miktarının sistemin güven içinde yürütülmesini sağlayacak bir düzeyde olması önemlidir. Kasada mevcut toplam marjın miktarının da, çok sayıda oyuncunun yükümlülüklerini yerine getiremediği genel bir kriz anında yetersiz kalması halinde takas odası üyelerinin taahhüt ettikleri kapital ve banka teminatları devreye girer. Sorun bu boyutu da aşarsa takas odasının ve onunla ilişkili futures borsasının iflası gündeme gelir. Takas odasının iflası sık görülmemekle birlikte bunun bazı istisnaları da görülmüştür. ABD piyasalarında yakın dönemde görülen bir iflas olayı olmamakla birlikte 1987'deki ünlü 19 Ekim krizinde bazı takas odalarının iflasın eşğine geldiği ve ancak ABD Merkez Bankasının yoğun desteği ile tehlikenin eşğinden dönüldüğü bilinmektedir. Buna karşın 1974'te Paris futures piyasalarının takas odası olan Bourse de Commerce de Paris iflas etti. Benzer bir olay 1987'de Hong-

Kong'da yaşandı. Fakat genelde yüksek riskli bir alanda faaliyet gösterdikleri düşünülürse takas odalarının performansının yüksek olduğunu kabul etmek gerekir.

2.2.5.2. Emir Tipleri

En yaygın bilinen emir tipi (1) **Piyasa Emri** (Market Order)'dir. Bu emir tipinde al yada sat emri verildikten sonra aracı, müşteri hesabına o an olanaklı en iyi fiyattan emri yerine getirir. Bu emir tipinde alım veya satım fiyatından ziyade emrin en kısa zamanda yerine getirilmesi önem taşır. Buna karşın (2) **Limit Emir** (Limit Order), alım veya satımın hangi fiyattan yapılması gerektiğini açık biçimde belirtir. Örneğin altın sözleşmesi için 395.5 limitte al emri verilmiş ise altın fiyatı bu limiti bulduğunda aracı emri işleme sokar, bu limit gün içinde test edilmezse emir karşılanmaz. (3) **Discretionary Order** tipinde ise emir 395.5'de bir puan discretion şeklinde verilir. Daha önce fiyatların belli aralıklarla (örneğin 10 cent aralığında) değiştiği görülmüştü. Discretion emir, aracıya işlemi 395.5'de yada bu fiyatın bir puan (10 sent) aşağısında veya yukarısında gerçekleştirme iznini verir. Benzer bir emir (4) **Market if Touched (MIT)** diye isimlendirilen emir tipidir. Dünkü kapanış (settle) fiyatı 396 olsun. MIT al emri veren kişi fiyatı 396'nın biraz altında (örneğin 395.6) verir. Satışlarda da fiyat kapanışın biraz üstünde saptanır. Al emri durumunda fiyat 395.6'ya düştüğünde emir uygulanabilir nitelik kazanır ve aracı ya 395.6'dan yada daha düşük bir fiyattan emri uygulamaya koyar. Bu emrin discretion'dan farkı, emir uygulamasında aracının bir puan gibi bir kayıtlamaya tabi olmamasıdır. Piyasanın durumuna göre aracı emri verilen limitin (395.6) iki veya üç puan altında da yerine getirebilir. (5) **Not Held Order** diye bilinen emir tipi aracıya daha da geniş bir özerklik tanır. Bu emir tipi 395.6 NHO olarak ve gene bir limit saptayarak verilir. Burada aracı piyasanın durumunu gözler. Fiyatlar 395.6'ya ve hatta daha aşağısına düşse dahi ertesi gün fiyatların daha da düşeceğine inanıyorsa emri o gün işleme koymayabilir. Bu emir tipinde aracının iyi niyet ve inisiyatifine daha geniş bir özerklik alanı tanınır. Yaygın olarak bilinen bir emir tipi de (6) **Stop Order** denilen bir emir tipidir. Burada limit satış emri durumunda dünkü kapanışın biraz altında verilir. Örneğin dünkü kapanış fiyatı 396 ise satış stop emri 395.5 olarak verilir. Eğer piyasa ertesi günkü seansta bu fiyata inerse sözleşme satılır. Alım emri de bunun tersidir. Stop emrin amacı çabuk değişen ve marjın uyarısının söz

konusu olduğu futures piyasalarında, beklenmeyen ve ters yönde fiyat değişmelerine karşı pozisyon sahibini korumaktır. Stop order durumunda, pozisyon sahibi, fiyatın 395.5 altına düşmesi halinde karşı karşıya kalabileceği marjın uyarılarına karşı kendini korumakta buna karşın fiyatların kendi lehine yani 395.5'in üstüne gitmesi halinde emir uygulanmayacağı için fiyat artışlarının getireceği avantajlardan yararlanmaktadır. Bu haliyle stop emri risk kontrolü için etkili bir araçtır. Bir diğer emir tipi olan (7) **Market On Close (MOC)** denilen emir tipinde ise aracıya al veya sat emrini seansın kapanış fiyatlarında yerine getirmesi belirtilmektedir. Emir MOC olarak verilmiş ise aracı emri o günkü seansın resmi kapanış fiyatlarında (genellikle son iki dakika) yerine getirmekle yükümlüdür. Piyasalarda tam emirler, aksi belirtilmedikçe, sadece verildiği gün için geçerlidir. Emrin diğer günler için de geçerli olması için emri GTC (Good Till Canceled) yani geri çekilinceye kadar geçerli ibaresiyle vermek gerekir.

2.2.6. Mal Teslimi

Futures piyasalarında açılan sözleşmeler çoğu kez mal teslimine gerek kalmadan sözleşmeler süre bitiminden önce piyasada satılarak kapatılır. Ancak belirli durumlarda pozisyon sahibi mal tesliminde veya mal teslim almak konusunda ısrarlı olabilir. Bu durumda futures borsasının mal teslimi ile ilgili kuralları uygulanır. Genel olarak mal teslimi sözleşme ayında yapılır. Örneğin Ekim sözleşmelerinin mal teslimi Ekim ayında yapılır. Elinde bir Ekim altın sözleşmesi (alım veya satım) bulunan kimse, futures borsasının açıkladığı haber verme günlerinde (notice days) aracı kurumuna başvurarak mal alım veya tesliminde bulunmak istediğini belirtir. Müşterinin bu isteği aracı kurum tarafından takas odasına iletilir. Genelde haber verme süresi, sözleşme ayının birinci gününden başlayarak sözleşme ayı içinde futures borsasının saptadığı bir güne kadardır. Takas odası haber verme süresi sonuna kadar bekleyerek tüm istekleri toplar. Ardından, gelen tüm teslim alma ve teslim etme istekleri tasnif edilir. Genel kural olarak en eski satım sözleşmesi, en eski alım sözleşmesine tekabül ettirilir. Örneğin, Ekim sözleşmeleri içinde mal teslim isteği içeren en eski tarihli sözleşme Tom adlı müşterinin

4 Ağustos'ta açtığı sözleşme olsun. Takas odası bundan sonra mal teslim almak isteyenlerin (elinde Ekim alım sözleşmesi bulunanlar) listesi üstünden gider. Bunların içinde en eski tarihli sözleşmeyi saptar. Bu sözleşmenin Bob adlı kişinin 6 Ağustosta açtığı sözleşme olduğu varsayalım. Takas odası bu durumda Tom'un satış sözleşmesi ile Bob'un alım sözleşmesini eşleştirir ve her iki tarafa da çağrı çıkarır. Tom'a takas odasınınca saptanan günde, takas odasının belirlediği bir depoya, takas odasının saptadığı standartları karşılayan nitelikte ve sözleşme miktarı kadar malı getirmesi istenir. Örneğin 0.999 saflık derecesi içeren 100 ons altını 19 Ekimde belli bir depoya teslimi bildirilir. Belirlenen depo, takas odasının kalite kontrolü yapma yetkisi verdiği bir depodur. Tom'un getirdiği malın saptanan standartlara uygunluğunu depo görevlileri denetler ve bir sorun yoksa getirilen mal damgalanarak onaylanır. Bob'a yapılan çağrıda ise, malı 19 Ekimde Tom'un mal teslim ettiği depodan alması belirtilir. Mal teslimi sorunsuz olarak tamamlandıktan sonra durum takas odasına bildirilir ve mal takası yapan kişiler (Tom ve Bob) takas listesinden düşülür. Benzer bir işlem en eski ikinci alım ve satım sözleşmesi sahiplerine uygulanır. Bu şekilde uygulanan eşleştirmelerle daha yakın tarihlere gelinir. Bu süreç, mal teslim isteği belirtilen tüm satış sözleşmeleri, mal teslim almak isteğinin belirtildiği tüm alış sözleşmelerine eşleninceye dek devam edilir. Eğer alış sözleşmeleri satış sözleşmelerinden daha fazla ise, bu kalan grubun mal gereksinimlerini takas odasının kendisi karşılar.

Bir taraf söylenen zamanda mal teslim yükümlülüklerini yerine getiremezse, bu kişiye ağır gecikme cezaları uygulanır. Belirtilen bu sistemde teslim zamanı ve yeri gibi konular takas odası tarafından kararlaştırılır. Ancak takas odası teslim konusunda daha esnek bir yöntemi de kabul edebilir. Exchange of futures for physicals (fiziki mallar için futures takası) ya da EFP denen bu sistemde mal teslim etmek isteyen bir kişi takas odasının eşleştirmesini beklemeden aynı malı teslim almak isteyen bir kişiyi kendi olanaklarıyla bulabilir. İki taraf eğer kendi aralarında anlaşılırsa, mal teslim tarih ve yerini kendi aralarında saptayabilirler. Hatta anlaşma durumunda, mal teslimi sözleşme ayından daha önceki bir ayda olabilir. Takas odası kendisine haber verildiği takdirde, bu tip ikili anlaşmaları genellikle onaylar. Onay durumunda her iki tarafın ismi de takas odasının listesinden düşülür. EFP'nin giderek daha yaygın ve popüler bir yöntem olduğu son yıllarda görülmektedir. Bir diğer mal teslim biçimi alternatif mal teslim

süreci (alternative delivery process) ya da kısaca ADP'dir. ADP durumunda iki taraf mal teslimi konusunda aralarında anlaşılır. Bu yöntemin farkı, ikili anlaşma uyarınca mal tesliminin sözleşme ayından sonra yapılmasına olanak tanınmasıdır. Genelde takas odasının yönettiği takasların tümü sözleşme ayında yapıldığı için, ADP teslim tarihiyle ilgili ek bir esneklik sağlar. ADP durumunda her iki tarafın da durumu, haber verme gününde takas odasına bildirmeleri gerekiyor (EROL,1994:24-296).

2.2.7. Denetim

Futures piyasaları yapı olarak spekülasyona açık piyasalardır. Bir örnek verilirse; Haziran altın sözleşmeleri 9 Mart 1993'te ons başına 328.4 dolardan satılıyordu. Bu tarihte bir kişi 3000 dolar ön marjin yatırarak bu fiyattan sözleşme satın alabilirdi. Daha sonra altın fiyatları sürekli yükselerek 27 Mayıs 1993'te 381.4 dolara yükseldi. Dolayısıyla 9 Martta sadece 3000 dolar koyarak pozisyon alan bir kişi bu sözleşmeyi 27 Mayısta satarak ons başına 53 dolar ve bir sözleşmede 100 ons olduğuna göre toplam 5300 dolar kar yapma olanağına sahipti. Dikkat edilirse marjin uygulaması bu piyasada kaldıraç etkisi (leverage) yaratmakta ve küçük paralarla büyük kar imkanı yaratmaktadır. Örneğimizde, yatırımcı sadece 3000 dolar koyarak iki buçuk ay içinde 5300 dolar kar yapmakta başka bir deyişle %176 kar oranı gerçekleştirmektedir. Futures piyasalarının bu niteliği, piyasaların denetimine (regulation) özel bir önem kazandırmaktadır.

Futures piyasaları topluma iki yönden katkıda bulunmaktadır. Bunların ilki risk transferi fonksiyonudur. İkinci önemli fonksiyonu, geleceğe yönelik fiyat bulmayı kolaylaştıran niteliğidir. Bu açıdan futures borsalarının gerek kurulmasıyla ilgili kararın gerekse denetiminin bu fonksiyonlar açısından değerlendirilmesi gerekir. Denetimin temel amacı, futures piyasalarının bu ikili fonksiyonu en iyi biçimde yerine getirmesine olanak sağlamak ve spekülasyon yoluyla risk transferinin gerektirdiği ölçünün üstünde haksız kazançların oluşumuna engel olmaktır.

Bu amaçla futures piyasalarında çeşitli denetim mekanizmaları oluşturulmuştur. Dünyanın şu an en büyük futures piyasalarını oluşturan ABD piyasalarında ikili bir denetim mekanizması oluşturulmuştur. Denetimin ilk aşamasını futures piyasalarında yer alan kurumların oto-denetimi oluşturur. Bu, futures borsaları, takas odaları ve futures ile ilgili kurum ve kişilerin özel nitelikteki kuruluşu olan Ulusal Futures Birliği (National Futures Association) ya da kısaca NFA'nın piyasaların düzgün bir biçimde işlemlerini sağlamak için koyduğu kuralların getirdiği oto-denetimdir. Bu denetimin üstünde kamu denetimi yer alır. Kamu denetimi Malla İlgili Futures İşlemleri Komisyonu (Commodity Futures Trading Commission) kısaca CFTC tarafından yerine getirilir. ABD Başkanı senato onayıyla beş CFTC üyesini beş yıl süreyle seçer. CFTC Başkanı da ABD Başkanı tarafından seçilir ve doğrudan ona karşı sorumludur. Denetimin temel aracı, futures piyasasıyla ilgili çıkarılmış kanun ve yönetmeliklerin toplamını oluşturan Mal Değişim Yasası (Commodity Exchange Act) ya da CEA'dır. CFTC'nin iki önemli fonksiyonu vardır. Bunlardan ilki yeni geliştirilen futures piyasalarının onaylanmasıdır. O ana kadar ticareti yapılan futures sözleşmelerinden farklı ve yeni bir mal grubunu içeren bir futures sözleşmesinin piyasaya sunulması gündeme geldiğinde bu istek CFTC'ye sunulur. CFTC piyasaya sunulmak istenen yeni sözleşmeyi çeşitli yönlerden inceler. Örneğin o ana kadar futures işlemlerine konu olmayan bir alanda, sözgelimi kromda bir futures borsası sözleşme yapma hakkına talip olsun. Bu durumda CFTC esas olarak dört açıdan inceler. İlk olarak önerilen yeni piyasanın spot piyasa özellikleri incelenir. Krom fiyatlarının geçmişte ne kadar hızlı değiştiği ve günlük limitin ve buna bağlı olarak marjin yükümlülüklerinin ne olabileceği tartışılır. Piyasanın bugünkü arz ve talep yapısıyla futures sözleşmesini kaldırıp kaldıramayacağına bakılır. İkinci aşamada kromun teslim koşulları araştırılır. Önerilen yeni mal gruplarının en az bir süre saklanabilir nitelikte olması ve kalite standartlarının herkesçe kabul edilebilir şekilde tespit edilebilir nitelikte olması gerekir. Örneğin taze balık veya taze meyve gibi ürünler saklanma problemleri dolayısıyla futures işlemlerine konu olamaz. Üçüncü aşamada önerilen yeni piyasanın risk transferi ve fiyat bulma fonksiyonlarını ne ölçüde karşıladığının analizi yapılır. Son aşamada önerilen yeni piyasanın kamu refahına ve genel olarak ekonomiye katkısı tartışılır. Eğer önerilen yeni sözleşme bu kriterleri tümüyle karşılıyorsa CFTC bu malda futures sözleşmelerinin başlatılmasına izin verir.

CFTC'nin ikinci önemli görevi piyasalarda haksız ve kanun dışı kazanç engel olmaktır. Futures piyasalarında haksız kazanç yolları şöyle sıralanabilir:

a) Aracı kurumların müşteri emirlerini belirtildiği şekilde yerine getirmemesi. Bunun bir örneği müşteri, limit emir verdiği halde sözleşme alımının verilen fiyat dışında bir fiyattan yapılmasıdır. Bu tip anlaşmazlıkları önlemek için CFTC, müşteri emri alan aracı kurumun standartlaştırılmış bir yazılı emir kağıdı tutması zorunluluğunu getirmiştir.

b) İkinci bir haksız kazanç yolu, aracılardan kendi aralarında anlaşarak sahte alım-satım emirleriyle piyasada gerçek arz ve talebi yansıtmayan suni bir şişkinlik yaratmaları ve bu yolla fiyatları etkilemeye çalışmalarıdır.

c) Üçüncü bir haksız kazanç yolu, özel bilgilerin kazanç amacıyla piyasada kullanılmasıdır. Örneğin piyasayı etkileyecek bir bilgiye başkalarından önce ulaşma imkanına sahip birinin, bu bilgiyi kendi kişisel kazancı için kullanmasıdır. Bu ilk üç gruptaki haksız kazanç yollarının tespiti nispeten daha kolaydır. Buna karşın iki haksız kazanç yolu daha vardır ki tespit ve ispat edilmeleri daha zordur. Bunlar;

d) Futures piyasasında ya da spot piyasada egemen durumda yani ekonomik açıdan monopol durumunda olan bir kişi veya kuruluşun, fiyat belirlemedeki güçlü ve imtiyazlı konumunu kendi çıkarları için kullanmasıdır. Bunun en tipik örneklerini, spot piyasada güçlü konumda olan bir firmanın futures piyasasında pozisyon alması ve spot fiyatları şişirerek futures piyasasında haksız kazanç sağlaması oluşturur. Diyelim ki A firması, futures sözleşmelerinin yazıldığı piyasada örneğin et piyasasında fiyatları belirleme gücüne sahiptir. Bu durumda A firması futures piyasasında çok sayıda alım sözleşmesi alırken spot piyasada da piyasaya et arzını suni olarak kısıtlayarak et fiyatlarının artmasına neden olsun. Daha önce futures fiyatlarının kaldıraç etkisine sahip olduğu ve nispeten küçük miktarlarla büyük kazançlar sağlanabileceği görülmüştü. Örnekte A firmasının et fiyatlarının artmasına yol açarak futures piyasasında büyük oranda kazanç sağlayabileceği açıktır. Bu durumlarda CFTC piyasanın normal arz ve talep yapısını

inceler ve oluşan fiyatın gerçek anlamda arz ve talebi yansıtmadığını tespit etmeye çalışır. Bu çalışmada da ele alınan teorik ya da olması gereken futures fiyatları da bu açıdan CFTC'ye yol gösterir. CFTC piyasada oluşan futures fiyatlarını teorik fiyatlarla kıyaslayarak oluşan fiyatlarda suni bir şişme olup olmadığını denetler.

e) Denetlenmesi zor bir haksız kazanç yolu piyasanın yapısı dolayısıyla oluşur. Futures borsalarında aracılardan çoğu hem müşteri hesabına hem de kendi hesaplarına alım-satım yapma hakkına sahiptirler. Bu da kendi çıkarlarını zaman zaman müşteri çıkarlarının önüne geçirmelerine ve hızla değişen bir piyasada kendi emirlerine öncelik vermelerine yol açabilir. Bunun önüne geçmek için yazılı emir formları ve bunların işlem zamanını belirtecek şekilde damgalanması usulü geliştirilmiştir. Ancak bu da tüm sorunları çözmemektedir. Emir formları zaman olarak iki kere damgalanır. Müşteri emri seanstaki aracıya ulaştığında, emir alış zamanı forma işlenir. Ardından aracı floor'a inerek işlemi tamamlar ve yerine döner. Yerine döndükten sonra bu kez işlemin gerçekleştiği zamanı forma işler. Ancak dikkat edilirse işlemin gerçekten yer aldığı dakika ile aracının yerine dönerek işlemi damgaladığı an arasında bir süre geçmektedir. Futures borsasının fiyatların birkaç dakikada hızla değişebildiği bir yer olduğu ve ayrıca kalabalık bir yer olduğu hatırlanırsa bu birkaç dakikalık boşluğun dahi kötü niyetli bir aracıya resmen belirtilen işlem zamanını kaydırarak haksız kazanç olanağı yaratacağı açıktır. Bu haksız kazanç olasılığının ispatlanması zor bir nitelikte olduğu da açıktır. CFTC ise cezaları ağır tutarak kanun dışı işlemleri önlemeye çalışmaktadır. Örneğin fiyatları suni olarak şişirmenin cezası 500,000 dolara kadar para cezası ve beş yıla kadar hapis cezasıdır (EROL,1994:26-29).

2.2.8. Gelişmiş Hedge Teknikleri

Önceki bölümlerde hedging'in amacının spot piyasada pozisyon tutan kişiye futures pozisyonları kullanarak fiyat riskinden kaçınma olanağı vermek olduğu belirtilmiş, ancak hedging'in spot piyasada tutulan pozisyon kadar futures piyasalarında pozisyon alınarak yapılması halinde bazın değişmelerine bağlı olarak riskin yine de mevcut olduğundan bahsedilmişti. Önceki bölümlerde verilen örneklerde kullanılan hedging

yöntemine yani spot piyasada korunmak istenen mal miktarına eşit bir pozisyonun futures piyasasında alınmasına **basit hedging** (naive hedging) denir. Basit hedging yapan kişi örneğin 10,000 bushel buğdayı spot piyasada ve gelecekte alması söz konusu ise futures piyasasında da 10,000 bushel (iki sözleşmelik) buğday satar. Basit hedging'in çoğunlukla baz riskini ortadan kaldırmaması, hedging ile ilgili yeni arayışlara sevketmektedir.

Önce hedge oranı kavramı ele alınsın.

$$Q(f)/Q(c)$$

olarak tanımlanabilen hedge oranında $Q(f)$, futures piyasasında taşınan toplam mal miktarını, buna karşın $Q(c)$ ise spot piyasada hedge edilmek istenen mal miktarını göstermektedir. Amaç ise $Q(f)$ değerini baz riskini minimize edecek şekilde saptamaktır. Burada iki değişik yaklaşım söz konusu olabilir.

İlk yaklaşımda spot artı futures pozisyonu bir portföy olarak düşünülmektedir. Portföy $Q(f) + Q(c)$ olarak tanımladıktan sonra futures fiyatlarının standart sapmasına $\sigma(f)$ ve spot fiyatlarının standart sapmasına $\sigma(c)$ ifadesi verilsin. Standart sapmalar belirli bir dönem için hesaplanmıştır. Amaç, spot artı futures pozisyonundan oluşan portföyün varyansını minimize etmektir, çünkü varyans minimize edildiğinde spot artı futures'dan oluşan toplam pozisyonun fiyatlara karşı değişkenliği de minimize edilmiş olacaktır. Portföyün varyansı

$$V = Q(c)^2 \sigma(c)^2 + Q(f)^2 \sigma(f)^2 + 2 P_{ij} \sigma(c) \sigma(f) Q(c) Q(f) \text{ 'dir.}$$

Burada P_{ij} spot fiyatlarla futures fiyatları arasındaki korelasyonu gösterir. Varyans değerini minimize eden futures miktarı yani $Q(f)$ ise

$$Q(f) = - Q(c) P_{ij} \sigma(c) / \sigma(f)$$

değeridir. Burada eksi işareti futures pozisyonunun spot pozisyonun tersi olduğunu (spot alımsa futures satım gibi) belirtmek için kullanılmıştır.

Bir örnek vermek gerekirse, Ocak 93'te üretim ve satış planlaması yapmaya çalışan bir makarna üreticisinin durumu ele alınsın. Makarna fabrikatörü bağlantıları sonucu Mayıs

sonunda 40,000 bushel buğdaya ihtiyacı olduğunu öngörmektedir. Fiyat riskini önlemek için futures sözleşmeleri satın almaya karar verir. Ancak bu kez de baz riskiyle karşı karşıyadır. Bu amaçla dikkatli bir analiz yapar. 1992 yılının bütününde buğday spot fiyatının standart sapmasının ortalama olarak 7.05 olduğunu, buğday futures standart sapmasının ise ortalama olarak 8.15 olduğunu bulur. Aynı dönemde spot fiyatların futures fiyatları ile korelasyonu ise 0.96 dır. Bu rakamları yukarıdaki formüle koyarak;

$$Q(f) = [40,000 \times (0.96) \times (7.05)] / (8.15) = 33,217$$

rakamını bulur. Bu sonuç fabrikatörün 40,000 bushel spot pozisyonu hedge etmek için 33,217 bushel'lık futures pozisyonu alması gerektiğini göstermektedir. Buğday sözleşmelerinin standart olarak 5,000 bushel üstünden yapılması burada bir sorun yaratmaktadır ve sorunun kolay bir çözümü de yoktur. Fabrikatör bu durumda en yakın mümkün çözümü seçerek 35,000 bushel'e denk düşecek şekilde 7 adet Haziran futures sözleşmesi alır.

Aynı soruya alternatif ve daha basit bir biçimde de yaklaşılabilirdi. Bu ikinci uygulamada futures fiyatlarının değişiminin spot fiyatların değişimini nasıl etkilediği araştırılır. Başka bir deyişle istatistiksel olarak;

$$dc = a + b (df) + e$$

fonksiyonunun tahmini yapılır. Burada dc spot fiyatların değişimini, df ise futures fiyatların değişimini vermektedir. Son terim yani e terimi hata terimidir. Bu, istatistikteki regresyon tekniğidir ve iki değişken yani df ve dc arasındaki en iyi lineer uyumu vermektedir. Denklemdaki b katsayısı futures fiyatlarındaki değişimin spot fiyatlardaki değişimi nasıl etkilediğini göstermektedir. Örneğe dönülürse bu kez makarna fabrikatörü tüm 1992 yılı için spot fiyatların günlük (veya haftalık) değişimlerini ve keza futures fiyatlarının aynı dönemdeki günlük (veya haftalık) değişimini bularak ve bu verileri regresyon denkleminde kullanarak b katsayısı olarak 0.81 değerini bulur. Bu durumda 40,000 bushel buğdayı hedge etmek istediği ve standart olarak bir buğday sözleşmesinde 5,000 bushel olduğu için $(40,000 / 5,000) \times$

$0.81 = 6.48$ yaklaşımıyla baz riskini minimize eden değerin 6.48 sözleşme olduğunu bulacaktır. Küsürat sorununu çözmesi zor olduğu için de hedge sorununu 6 veya 7 sözleşme olarak çözümlenmeye çalışacaktır.

Bu değerlendirmelerin hedge kurma ile ilişkisini görmek için bir örnekten daha yararlanılabilir. Elinde bulunan 500 ons altını 15 Haziranda satmayı düşünen bir kişi fiyat riskine karşı korunmak için 5 sözleşmeyi 15 Martta sattığı farzedilsin. Bu durumda kuyumcu basit bir hedge kurmaktadır. Dikkat edilirse bu kişi $o(c)$ 'yi $o(f)$ 'ye eşit olarak kabul etmekte ve korelasyon katsayısını da 1 olarak almaktadır. Nitekim $o(c)$ terimi $o(f)$ terimini götürüleceği ve korelasyon katsayısı da 1 olduğu için formül $Q(f) = Q(c)$ şekline dönüşür. Yani futures ile taşınan mal miktarı, spot piyasada taşınan mal miktarına eşittir. İşlemler adım adım incelenirse:

15 Mart: Kuyumcu spot piyasada fiyat 328.81\$ iken hedge amacıyla 5 sözleşmeyi 330.6 dolardan satmaktadır.

15 Haziran: Kuyumcu 500 ons altını spotta 366.62 dolardan satarak $(366.62 - 328.81) \times 500 = 18,905$ dolar relatif kazanç sağlar. Buna karşın elindeki futures pozisyonlarını piyasadan 5 adet sözleşmeyi 369.6 \$'dan satın alarak kapatmaktadır. Futures piyasasında toplam zararı $(369.6 - 330.6) \times 500 = 19,500$ dolar ve net kaybı bazın büyümesi sonucu 595 dolardır.

15 Marttan 15 Hazirana kadar olan dönem için standart sapmalar ve korelasyon katsayısı hesaplanmıştır. Spot fiyatların standart sapması bu dönemde 19.72 ve futures fiyatların standart sapması da 18.2 olarak gözükmektedir. Aynı dönemde korelasyon katsayısı ise 0.51'dir. Bu değerler formülde yerine konursa:

$$Q(f) = (19.72) \times (0.51) \times 500 / (18.2) = 276.29$$

değeri bulunur. Yani kuyumcunun 500 ons altın yerine 276 ons altını 15 Martta satması gerekiyordu. Sözleşmeler 100 ons üstünden yapıldığına göre 3 sözleşme satması gerekiyordu. Aynı sorun için bir de regresyon yaklaşımına bakılsın. Spot ve futures fiyatlarının haftalık değişimlerini kullanan regresyon 15 Marttan 15 Hazirana olan dönemde;

$$dc = 0.61 + 0.87 df$$

sonucunu vermektedir. 0.87 katsayısı, hedge oranını bulmak için, hedge edilecek spot pozisyon (500) bölü sözleşme miktarı(100) işleminin sonucuyla yani 5 ile çarpıldığında daha muhafazakar bir hedge oranı olan 4.35 rakamı elde edilir. Bu yöntemle göre 4 sözleşmenin satılması gerektiği söylenebilir. Spot piyasadaki relatif kazanç (18,905) değişmeyeceğine göre, burada değişen, sadece satıp daha sonra alınan futures sözleşme miktarıdır. İlk yaklaşımda 15 Martta 3 sözleşme satıp bunlar 15 Haziranda geri alınacak ve futures işlemlerinden $(369.6 - 330.6) \times 300 = 11,700$ dolar zarar edilerek pozisyon net olarak $18,905 - 11,700 = 7,205$ dolar relatif kazançla kapatılacaktı. İkinci durumda 4 sözleşmeyle işlem görülerek futures piyasasındaki zarar $(369.6 - 330.6) \times 400 = 15,600$ dolar ile sınırlanacak ve net olarak $18,905 - 15,600 = 3,305$ dolar relatif kazanç sağlanacaktı. Her iki durumda da hedge oranını değiştirmek, kuyumcu için daha avantajlı olacaktı.

Ancak bu yöntemin uygulanmasında belirli sorunlar olduğunu da belirtmek gerekir. Bunlardan ilki, doğru hedge oranının çoğu zaman kusurath bir sayı olmasıdır. Burada ister istemez en yakın tamsayı kullanmak zorunda kalınarak etkinliğin bir bölümü yitirilmektedir. İkinci bir sorun standart sapmaların ya da b katsayısının zaman içinde sabit kalmamasıdır. Örnekte standart sapmalar ya da katsayı ex-post olarak yani olaydan sonra hesaplandı. Gerçek hayatta ise 15 Martta pozisyon alan bir kişi bu sayıları bilmiyordu ve geleceğe yönelik olarak tahmin etmesi gerekiyordu. Bu durumda çoğunlukla geçmiş oranlar, geleceği tahmin için kullanılmaktadır. Burada da sorun, genelde katsayıların veya standart sapmaların zaman içinde önemli oranda değişebilmesidir. Örneğin geçmiş 6 aydaki regresyon katsayısı 1.2 olarak bulunsaydı ve bunu 15 Marttan 15 Hazirana olan dönem için kullanarak 15 Martta 6 futures sözleşmesi ile pozisyon açılsaydı net zarar basit hedge durumundan dahi daha fazla olacaktı. Şu halde gelişmiş hedge tekniklerinin de riski sıfırlamakta tam bir çözüm olmadığı söylenebilir. Bu da futures piyasalarının neden riskli piyasalar olarak tanımlandığını gösterir. Bu riski yani baz riskini kabul edemeyecek durumda olanların bu kez mal teslimi ile ilgili riskleri kabul ederek forward piyasaları kullanması daha doğru olur.

Şu halde ne yapmalı? Burada pratik bir öneri standart sapmaların spot ve futures fiyatları ile birlikte gündelik ya da en azından haftalık bazda incelenmesidir. Standart sapmanın yakın geçmişteki değerlerinden ve trendinden fazla sapmaması halinde; gelişmiş hedge teknikleri, bugünkü standart sapma değerleri yakın gelecekteki standart sapma değerlerinin tahmini olarak kullanılmak suretiyle uygulanabilir (EROL,1994:52).

2.2.8.1. Spreadler

Teknik bir deyim olarak spread aynı mal cinsi ya da yakından ilişkili mal cinsleri için bir futures sözleşmesi satın alırken aynı anda bir futures sözleşmesinin satımıdır. Örnek olarak bir kişi buğday Haziran sözleşmesi satın alırken aynı anda bir Aralık buğday sözleşmesi satarsa bir spread kurmuş olur. Bu örnekte dikkat edilirse aynı malın değişik sözleşme ayları spread'e konu olmaktadır. Bu tip bir spread'e **zaman spreadi** (intramarket spread) denir. Spreadin bir diğer şekli fiyatları yakından ilişkili iki değişik mal kullanarak spread kurmaktır. Örneğin buğday ve mısır, her ikisi de tahıl olduğu için, fiyatları birbiriyle yakından ilişkilidir. Yüksek fiyat korelasyonu dikkate alınarak bir Haziran buğday sözleşmesi satın alınırken aynı anda bir Haziran mısır sözleşmesi satılıyorsa, buna **mal spreadi** (intercommodity spread) denir. Mal spreadleri değişik aylar için de yapılabilir. Örneğin bir Haziran buğday sözleşmesi satın alırken aynı anda bir Eylül mısır sözleşmesi satmak gibi. Piyasada genellikle zaman spreadleri kullanılır.

Spread kurmak hedge kurmaktan farklı bir uygulamadır. Hedge kuran bir kişi spot piyasada pozisyonu olan, yani gelecek bir tarihte spot piyasada mal alma veya mal teslim etme durumunda olan ve spot piyasadaki fiyat riskini futures piyasada ters pozisyon alarak önlemeye çalışan kişidir. Buna karşın spread kuran kişinin genellikle spot piyasada pozisyonu yoktur. Spread daha çok spekülörler tarafından futures piyasasında spekülasyon riskini azaltmak için kurulur. Spread kurmanın üç önemli nedeni vardır:

a) Zaman spreadi aynı mal üstünde bir alış sözleşmesine karşı bir satış sözleşmesi tutmak olduğu için marjın riskini minimize eder. Spread durumunda fiyat düştükçe alış

sözleşmesi marjin uyarılarına konu olurken satış sözleşmesi değer kazanır ve böylece bir kişinin karşılaşılabileceği ve her gün karşılamak zorunda olduğu net marjin uyarısı miktarı düşürülmüş veya sıfırlanmış olur.

b) Spread gibi aynı anda hem alım hem de satım sözleşmesi içeren korunmalı durumlarda ön marjinler açık pozisyonlara göre daha düşüktür.

c) Üçüncü neden bir örnek yardımıyla daha kolay açıklanabilecektir. Şu an spot piyasada altın fiyatı ons başına 330 dolar iken Haziran altın sözleşmesi 335 dolardan ve Eylül sözleşmesi da 338 dolardan satılıyor olsun. Bir kişinin bu tarihte Haziran sözleşmesini satıp Eylül sözleşmesi alarak bir spread kurduğu varsayalım. İki ay sonra spot fiyat 350 dolara çıktığında Haziran sözleşmesi 356 dolardan, buna karşın Eylül sözleşmesi 362 dolardan işlem görsün. Bu durumda spread kuran kişi Eylül sözleşmesini satarak ve Haziran sözleşmesini alarak pozisyon kapatsın. Dikkat edilirse bu kişi Eylül sözleşmesinde ons başına $362-338= 24$ dolar ve sözleşme başına 2400 dolar kar sağlamaktadır. Haziran sözleşmesinde ise zararı $(356 - 335) \times 100 = 2100$ dolardır. Net kar ise 300 dolardır. Aynı dönemde Haziran ve Eylül sözleşmeleri arasındaki spread (Eylül sözleşmesi ile Haziran sözleşmesi arasındaki fiyat farkı) 3 dolardan 6 dolara çıkmıştır. Şimdi örnek kısmen değiştirilsin. Gene aynı fiyatlarla spread kurulduğu, buna karşın iki ay sonra spot fiyatların 300 dolara düşerken Haziran sözleşme fiyatlarının 305 dolara, Eylül sözleşme fiyatlarının 310 dolara indiği varsayalım. Bu durumda spread kapatıldığında Eylül sözleşmeleri $(330 - 310) \times 100 = 2800$ dolar zarara neden olurken Haziran sözleşmeleri yüksek fiyattan satılıp ucuz fiyattan alındığı için $(335 - 305) \times 100 = 3000$ dolar karla kapanmakta ve net kar 200 dolar olmaktadır. Aynı dönemde spreadin 3 dolardan 5 dolara çıktığı görülmektedir. Bu durum, spreadler konusunda önemli bir özellik gösterir. Belli bir spread kurulduğunda önemli olan fiyat hareketinden (spot ve futures fiyatlarının yönünden) ziyade spread'in yönüdür. Örnekte görüldüğü gibi, fiyatlar düşse de yükselse de spread arttığı sürece spread kuran kişi kar yapmaktadır. Şu halde fiyat yönünü kestiremeyen ve açık pozisyon almaktan kaçınan bir kişi eğer spread'in çeşitli nedenlerle artacağı (veya bazı durumlarda azalacağı) konusunda kesin fikir sahibi ise, spread kurarak fiyat hareketlerinden bağımsız bir kar hedefleyebilir.

Bazda olduğu gibi uygunluk getirisi spread'i de etkiler. Fiyatların arttığı dönemlerde mal arzı ile ilgili sıkıntılar öncelikle daha erken tarihte mal teslimine konu olan yakın sözleşmeleri ilgilendirir. Talebe göre arzın yetersizliği durumunda uygunluk getirisi, yakın aylar için hızla artar ve taşıma maliyetlerini aşarak yakın ay futures fiyatlarının uzak aylara göre daha yüksek olmasına ve spread'in negatif olmasına yol açar. Buna karşın fiyatların hızla düştüğü dönemler arzın talebe göre daha fazla olduğu ve malın bol olduğu dönemlerdir. Bu dönemlerde uygunluk getirisi sıfıra yakındır ve spreadleri sadece taşıma maliyetleri belirler. Uzak ayların taşıma maliyetleri yakın aylara göre daha fazla olduğu için de uzak ay futures fiyatları yakın ay fiyatlarından daha fazla yani spread pozitifdir. Bu durumda fiyatların hızla artacağına öngörüldüğü dönemlerde yakın sözleşmeleri alarak uzak sözleşmeleri satarak spread kurmak gerekir. Futures fiyatlarının düşeceğinin tahmin edildiği dönemlerde ise yakın ay sözleşmelerini satarken uzak ay sözleşmelerini almak gerekir.

3. TÜRKİYE UYGULAMASI

3.1. Türkiye Uygulamasında Baz Riski

Bilindiği gibi futures sözleşmesi ile pozisyon hedge etmenin önemli bir baz riski bulunmaktadır. Örneğin bir dolar pozisyonunun futures pozisyonu alınarak hedge edilmesi halinde, futures pozisyonu ile hedge mükemmel olmayacaktır. Bunun daha iyi görülebilmesi için spot dolar fiyatındaki değişiklik ΔS , futures dolar fiyatındaki değişiklik ise ΔZ ile gösterilmiştir. Portföyün 1 birim spot dolar (long) ile 1 birim futures dolar (short) olarak teşkil edilmiş olduğu varsayıldığında, portföyün net değer değişikliği şu şekilde bulunabilecektir:

$$\Delta V = \Delta S - \Delta Z$$

Spot ve futures fiyatları arasındaki fark $V = S - Z$ olarak bilindiği için V 'nin yani bazın sabit kalmaması riskinin **baz riski** olarak ifade edildiği daha önce anlatılmıştı. Bu durumda açık pozisyon riskine oranla hedge edilmiş pozisyonun riski aşağıda gösterildiği gibi olacaktır:

$$\text{Hedge Riski (\% Açık Risk)} = \frac{\text{var}(\Delta V)}{\text{var}(\Delta S)} \text{ dir.}$$

Bu denklemde $\text{var}(\Delta V)$ ve $\text{var}(\Delta S)$, ΔV ve ΔS 'in varyansını temsil etmektedir. Bu inceleme, futures ve forward sözleşmelerinin aralarındaki mekanizma ve regülasyon farklarına rağmen benzer meblağ ve dönemler için yazıldıklarında aynı şekilde fiyatlanacakları varsayımına dayandırılmaktadır. Bu varsayım altında her iki aracın da değerinin aynı olması gerektiği arbitraj mantığından hareket ederek ortaya çıkmaktadır. Nitekim piyasa deneyimi de bunu göstermektedir.

Türkiye'de 1987-91 dönemi için gerçekleşen aylık spot ve forward (futures) fiyat değişimleri ile yukarıdaki denklem kullanılarak hesaplanmış baz değerleri istatistiki olarak ele alındığında $\text{Var}(\Delta V) = 0.9529$, $\text{Var}(\Delta S) = 4.48864$ değerleri elde edilecektir. Bu değerler, Hedge Riski formülünde yerine konur;

$$\text{Hedge Riski (\% Açık Risk)} = \frac{\text{var}(\Delta V)}{\text{var}(\Delta S)} = 100 \frac{0.953}{4.489} = 46$$

Görüldüğü gibi, Türkiye'de TL/\$ futures piyasası bulunmuş olması halinde bu piyasanın kullanılması riskin ancak %46'ya indirilmesini sağlayabilecektir. İşlem masraflarının ve futures sözleşmelerinin standart olma özelliklerinin yol açacağı kayıpların da hesaba katılmasının bu risk oranını daha da artıracağı açıktır (ERDOĞAN,1995:89-92).

3.1.1. Türevlerin Ülkemizde Uygulanması İçin Gerekli Düzenlemeler

Gelişmekte olan ülkelerde risk yönetimi için türev ürünlerin kullanılmasının yavaş yavaş popülerite kazandığı, International Finance Corporation'ın yeni bir çalışmasında dile getirilmektedir. IFC'ye göre gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin karşılaştığı riskler, gelişen ülkelere göre daha büyük ve daha az tahmin edilebilir olmaktadır. Bu ülkelerde tipik olarak enflasyon önemli bir risk olarak ön plana çıkmaktadır. Enflasyon hem firmaların ufkunu kısaltmakta, hem de türev ürünlerin vadelerini kısaltmaktadır. Enflasyonla birlikte devalüasyon riski gelmektedir. Şirketler düşük faizlerin cazibesine kapılarak yabancı para cinsinden borçlanmakta ancak o zaman da çok büyük

devalüasyon riskiyle karşı karşıya kalmaktadırlar. Son olarak da yurt dışına yabancı para çıkarmanın kısıtlanabilmesi riski firmaları tehdit etmektedir.

Ülkemizde de benzer bir analiz yapmak istersek, firmaların neden risk yönetimi ürünleri kullanmadığı yada kullanamadığı sorusunu cevaplamak gerekecektir.

Bu soruya verilebilecek bazı cevaplar şunlardır:

1) **Hukuki çerçeve eksikliği:** Risk ürünlerinden hemen hiçbiri Türkiye’de geçerli kanunlar çerçevesinde tanımlanmamıştır. Bu türev ürünlerin alım satımında kullanılacak standart bir çerçeve anlaşması yoktur. Kimlerin bu ürünleri kullanıp kullanmayacağı belirlenmemiştir. Gelişmiş piyasalarda risk yönetim ürünlerinin her biri için standart anlaşmalar olması, tarafların bu ürünleri kullanırken çekincelerini azaltan bir etken olmuştur. Bugün İngiltere’de forward, FRA, swap ve opsiyonlar için genellikle Bankalar Birliklerince hazırlanan anlaşmalar vardır. Bu anlaşmalarda hesapların nasıl yapılacağından hangi kanunların uygulanacağına dek pekçok konu açıklanmaktadır. Bir Türk şirketi de bu ürünlerden herhangi döviz bazlı birini kullanacak olsa bu anlaşmalara tabi olacaktır. Dolayısıyla öncelikle bu standart anlaşmaların Türk hukukuna göre incelenmesi ve gerekli maddelerin tartışma konusu yapılması gerekmektedir. Bu ürünlerin Türk Lirası esaslı yapılması da piyasanın gelişmesi için son derece önemli olduğundan, Türkiye’de bankalarla şirketler arasında kullanılacak standart sözleşmeler üzerinde çalışılmalıdır. Burada altı çizilecek bir husus, türev ürün anlaşmalarının hepsinde, ürünlerde risk iki taraflı olduğu için, anlaşmaların bir kredi anlaşması gibi borçlu alacaklı mantığı ile değil, iki eşit taraf mantığıyla yapıldığıdır.

Bu anlaşmaların hazırlanması konusunda da sorumluluk bankalarımıza ve Bankalar Birliğine düşmektedir. Hukuki çerçeve tanımlanırken dikkat edilmesi gereken önemli bir husus da hangi kurumların bu risk yönetimi ürünlerini kullanabileceklerinin açıkça belirlenmesidir. Örneğin, İngiltere’de hala mahkemesi süren bir davada, 1986-1990 yılları arasında toplam 600 milyon poundluk swap işlemi gerçekleştiren iki Londra belediyesi ile bir bankalar konsorsiyumu karşı karşıya gelmişlerdir. Buna sebep, söz konusu iki belediyenin swap borçlarını ödememeleri ve bunun üzerine İngiliz yüksek

mahkemesinin “belediyelerin zaten swap yapmaya yetkileri yoktur” diyerek swap işlemlerini hiç doğmamış saymasıdır.

Bu tip konuların açıklığa kavuşması ve standart anlaşmaların hazırlanması ile, risk yönetimi ürünlerinin yaygınlaşmasında büyük bir engel aşılmış olacaktır.

2) **Muhasebe yönteminin bilinmemesi:** Türkiye’de yaygın kullanımı olan bir risk yönetimi ürünü olan forwardların bile tam olarak nasıl muhasebeleştirileceğine dair bir konsensüs oluşmamıştır. Tartışılması gereken ana konular, bilançoda bir yabancı para borç var ise ve bunun üzerinde bir forward anlaşmasına girilmiş ise, bilanço tarihinde o borcun hangi kurdan değerlendirileceği, forward sözleşmesinde kayıp veya kazanç gösteren pozisyonun kitaplarda nasıl gösterilmesi gerektiği, bir opsiyon primi ödenmiş veya tahsil edilmiş ise bu primin ne süreyle ve nasıl amorti edileceği gibi hususlardır.

Amerika’da ve İngiltere’de, risk yönetimi ürünlerinin muhasebeleştirilmesinde hangi esaslara göre hareket edileceği açıklanmıştır. ABD’de Financial Accounting Standards Board’un (FASB) çıkardığı FASB: 80 Futures İşlemlerinin Muhasebesi konulu tebliğ pek çok risk yönetimi işleminin muhasebesine ışık tutmaktadır.

FASB’ın bu tebliğ ile yaptığı en önemli ayırım işlemlerin birer ‘hedge’ yani bir riski bertaraf etmek için girilmiş bir ters işlem olup olmadığına göre muhasebe ilkelerinin, özellikle dönemsellik ilkesinin nasıl kullanılacağını göstermek olmuştur. FASB’a göre bir risk yönetimi işleminin bir ‘hedge’ sayılabilmesi için onu kullanan şirket tarafından ‘hedge’ olarak beyan edilmesi gerekmektedir. Daha sonra ‘hedge’ edilen varlık veya borcun muhakkak mali fiyat riskinden etkileniyor olması lazımdır. Son olarak da ‘hedge’in kendisi ile ‘hedge’ edilen varlık veya borcun arasında bir korelasyon olması lazımdır. Örneğin jet mazotu riskini bertaraf etmek isteyen bir havayolu şirketi, petrol futures’i alabilir ve bunun korelasyonunu istatistiki olarak ispatlayabilir. FASB 80’e göre ancak bu üç şart oluştuğundan sonra firmalar türev ürünleri için tercihli bir takım muhasebe yöntemleri kullanabilirler. Aksi hallerde işlemler spekülasyon sınıfına girecek ve daha katı muhasebeleştirilecektir. İngiltere’de de buna benzer kurallar getirilmiş ve türev ürün kullanıcısının aracı, spekülâtör veya hedge için kullanan bir

şirket olmasına göre değişik muhasebe yöntemi kullanacağı belirtilmiştir. Bazı ülkelerde de kullanılan 'hedge' işlemlerine ait özel bilgilerin kamuya açıklanan faaliyet raporlarında yer alması istenmiştir.

Ülkemizde bu konuda çok yakında yaşanan sevindirici bir gelişme, Merkez Bankası'nın, türev ürünlerin tekdüze hesap planında nasıl gösterilmesi gerektiğine dair bir çalışma kağıdını bankalara göndererek bir görüş alışverişi başlatmasıdır. Şirketlerde bu işlemlerin nasıl muhasebeleştirileceği konusunda ise, ülkemizde FASB gibi bir kurumun yokluğunda, muhtemelen bu görev Sermaye Piyasası Kurulu-Yeminli Mali Müşavirler Odası ortaklığına düşecektir.

3) Vergi Mevzuatı: Muhasebe ve hukuk alanındaki eksiklikler gibi ve onların da bir sonucu olarak, ülkemizde türev ürünlerin nasıl vergilendirileceği açık değildir. Burada en temel soru risk yönetimi ürünlerinden doğan kazanç ve kayıpların vergiye tabi bir kazanç veya kanunen kabul edilmeyen gider olup olmayacağıdır. Gelişmiş ülkelerde vergiye tabi olup olmama konusunda ana kriter yine muhasebe kısmında anlatıldığı gibi, işlemin hedge için mi, yoksa spekülasyon için mi yapıldığıdır.

On bir AET ülkesi ile İsviçre, Avusturya ve Norveç'i kapsayan bir araştırmada bu ülkelerde risk yönetimi ürünlerinin vergilendirilmesi hususunda aşağıdaki başlıkların tartışıldığı görülmüştür. Araştırma ayrıca temel kavramlara bakış açısının ülkeden ülkeye değiştiğini de ortaya koymaktadır:

- Genel olarak 'hedge' tanımına bağlı olmak(6 ülkede var, 8 ülkede yok), vergilendirme yönünden finansal kurumları şirketlerden ayrı tutmak (9 ülkede var, 5 ülkede yok)
- Forward işlemlerde kayıpların vergiden düşülebilirliği (10 var, 4 yok), ödemelerde stopaj,
- Swaplarda; ödemelerin vergiden düşülebilirliği (hepsinde var), tahakkuka izin verilip verilmediği, swapla ilgili masraf ve komisyonların gider kabul edilebilirliği, stopaj

- Opsiyonlarda; opsiyon primlerinin vergiden düşülebilirliği (tüm ülkelerde mümkün), primlerin nasıl vergiden düşülebileceği (ödendiğinde mi, opsiyonun vadesi boyunca her yıl mı yoksa sözleşme vadesinde mi), stopaj,

Ülkemizde de tartışma konusu yapılması gereken hususlar bunlardan çok farklı olmayacaktır. Türkiye'ye özgü konulardan bir örnek vermek gerekirse, şirketler tarafından sıklıkla kullanılan forward sözleşmelerinde, eğer şirket bankaya vadede oluşacak aleyhte farkı ödüyor ise, bu fark üzerinde bir de %5 Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi ödemek zorunda kalacaktır, çünkü bu ödeme, banka için bir komisyon gibi değerlendirilmektedir. Bu, 'hedging' işleminin maliyetini artırıcı ve caydırıcı bir unsurdur. Esas en caydırıcı olan ve öncelikle çözülmesi gereken konu damga vergisidir. Şimdilik forward işlemlerinde bir çerçeve anlaşması olmadığı için tek taraflı teyit formlarıyla damga vergisi önlenebilmektedir ancak döviz borçları için yapılan döviz veya faiz swapı anlaşmaları %0.5 damga vergisine tabidir. Zaten kredi anlaşmasında bir defa %0.5'i ödemiş olan borçlu, bir de kendini sadece kur değişimlerinden veya faiz yükselmelerinden korumak için yapacağı bu anlaşmalarda yeniden kredi alır gibi damga vergisine tabi olacaktır. Görüşü sorulduğunda Maliye Bakanlığı, swap anlaşmalarında damga vergisi ödenmesinde 'bir mahsur görmediğini' belirtmiştir. Maliye Bakanlığının en azından, swapın altında yatan bir kredi anlaşması varsa, swap anlaşmasını vergi dışı bırakması gerekmektedir.

Yukarıdaki hususlarda Bankalar Birliği'nin bankalarla birlikte çalışarak tartışma konularını hazırlaması, daha sonra da bu soruların Merkez Bankası-Maliye Bakanlığı işbirliği ile oluşturulacak bir komisyon tarafından karara bağlanması en doğru yol olacaktır.

4) **TL esaslı ürünlerin forward hariç gelişmemiş olması**, vade uzadıkça kotasyon verilememesi, döviz bazlı ürünlerde ülke riskinden dolayı bir yılı aşkın vadelere girecek banka sayısının azlığı: Daha önce de belirtildiği gibi Türkiye'de Türk Lirası'na karşı türev ürün olarak sadece forwardlar ve önemsenmeyecek derecede az opsiyonlar vardır. Bu ürünlerde de vade uzadıkça bankalar belirsizlik primini yüksek tuttıkları için kote edilen oranlar kabul edilemez hale gelmektedir. Bu durumun ana sebebi gelecekteki

enflasyon beklentisidir. Bu beklenti türev ürünü fiyatlandırarak bankaların ufuklarını kısıltmakta, 6 ay sonrası bile ‘uzun dönem’ olarak nitelendirilmektedir. Ancak enflasyon o kadar da kısıtlayıcı bir faktör olamaz çünkü Meksika ve Şili gibi ülkelerde bile FRA ve opsiyon gibi türev ürünler gelişmiştir. Burada bankalarımıza düşen görev biraraya gelerek, kısa vadeli de olsa bu ürünlerin gelişmesini sağlamak olacaktır. Örneğin bir FRA piyasasının başlatılabilmesi, oradan da TL swaplarına geçebilmek için öncelikle bir referans faiz oranının oluşturulması lazımdır (Bunun adı Libor’dan kinaye İstibor olabilir). Fakat tabii ki bu orana iki taraflı kotasyon verebilmek için önce interbank piyasasında alınan faizden kesilen %10.7 stopajın kaldırılması lazımdır. Ancak ondan sonra, bankalar serbestçe iki taraflı fiyat verebilirler ve bir değişken faizli TL piyasası oluşabilir. Bir sonraki aşamada bazı şirketlerden değişken faizi sabite çevirme talebi gelecek ve bankalar TL swapı kotasyonları vereceklerdir. Bankaların girdikleri bu işlemleri ‘hedge’ edebilmek için başvuracakları çok derin bir hazine bonusu piyasasının bulunması da bir avantajdır. Örneğin İtalya’da Liret bazlı faiz türevlerinin çok gelişmesinin bir nedeni de İtalya’nın dünyanın üçüncü büyük hazine bonusu piyasasına sahip olmasıdır.

Döviz bazlı ürünlere gelince, bu ürünleri kullanmak isteyen şirketler işlemi yurtdışından bir banka veya aracıyla yapmak zorundadırlar. O zaman da bu kurumlar hem Türkiye ülke riskinden ötürü, hem de şirket riskinden dolayı iki yıldan uzun vadelere girmeye çekinmektedir. Bugün ancak bazı kalkınma bankaları beş senelik swap işlemlerinde kendilerine taraf banka bulabilmektedirler. Ancak bu konuda da bazı sevindirici gelişmeler olmaktadır. Yakın geçmişte IFC’nin Türkiye’de bir yerli bankaya risk yönetimi ürünlerini pazarlaması için 200 milyon dolarlık bir hat ayırması memnuniyet vericidir.

5) **Risk yönetimine bakış açısı:** Halen pekçok şirket türev ürünlere bir spekülasyon yöntemi ve kumar olarak bakmaktadır. Ancak altını çizmek gerekir ki aynı bakış açısı halen diğer bazı batı piyasalarında da geçerlidir (Bkz.1.Bölüm)

6) **Riskten korunmak için bir bedel ödemekten kaçınma:** Çoğu kez müşteriler bir opsiyon satın almak için bir prim ödemeye, aynı şekilde vadeli olduğu için yüksek olan

bir kurdan döviz almaya veya değişken faizi, faizlerin çıkmasından korunmak için, sabit faize swap etmeye dolayısıyla başlangıçta daha yüksek bir faiz ödemeye yanaşmamaktadırlar.

7) Türev ürünler hakkında yeterli bilgiye sahip olmamaktan dolayı kullanmaya çekinmek: Bugün hemen her finansman müdürünün ağızında olmasına rağmen çoğu kimsenin, ürünlerin nasıl işlediğini bilmediği görülmektedir.

8) Şirketlerdeki finans bölümünün görev tanımı: Çoğu şirkette finans bölümünün görevi zamanında, gerektiği kadar para bulmak olduğu ve performansları da, eğer ölçülüyorsa, yalnızca bu kriterlere göre değerlendirildiğinden, risk yönetimi ürünlerini kullanmak için bir teşvik görmemektedirler. (Bu arada hiç de gözardı edilemeyecek bir olgu, ülkemizde en büyük borçlunun, risk yönetimi ve türev ürünlerinin kullanımı açısından şirketlerimize örnek teşkil edememesidir. Türkiye Cumhuriyeti Hazinesinin 54 milyar dolar tutan dış borçları aktif bir şekilde yönetilememekte, sadece doların değer kazanması sonucu borçları artmakta ve ağırlığı değişken faiz olan dolar borçları, faizlerin artması tehlikesi ile karşı karşıya kalmaktadır.)

9) 24 Ocak 1980'den beri döviz kurlarında bir daha bir gecelik artışların olmaması: Türkiye'de şirketlerin karşı karşıya kaldığı en büyük mali fiyat riski, Türk lirasının yabancı paralar karşısında değer kaybetmesidir. Ancak Türkiye'de son 6 yıldır ekonomik karar alıcılar tarafından muhafaza edilen devalüasyon-enflasyon farkı şirketlerin pek çoğunda döviz borcu taşımanın TL'ye nazaran her zaman daha ucuz olacağı kanısının yerleşmesine yol açmıştır. (İlginç olan, şirketler böyle düşünüp döviz borçlanırken, bu döviz kredilerinin fonlamanın ise dövize yatırımın iyi bir fikir olduğunu düşünen yüzbinlerce döviz tevdiat hesabı sahibi tarafından yapılmasıdır.)

10) Şirket yönetimlerinin mali fiyat riskini dışsal bir faktör olarak kabul etmeleri: Ülkemizde şirketlerin yönetim fonksiyonunca tanımlanan görevler, bir malın hammaddesinin temini, üretiminin sorunsuz yapılması, pazarlamanın yaygın olması gibi klasik hususlardır. Bunlarla ilgili olarak, rakiplerin fiyat seviyesi, fabrikada grev riski veya gümrük duvarlarının kaldırılması veya oluşturulması gibi düşünceler her zaman ön

planda olup döviz kurları, faiz oranları gibi olaylar çoklukla yönetimin kontrolü dışında, egzijen ve önüne geçilemez faktörler olarak nitelendirilmektedir (MÜMİNOĞLU,1994:14-19).

3.1.2. Öneriler

Türkiye’de futures piyasaları ile ilgili üzerinde düşünülmesi ve öncelikle yapılması gereken hususlar şu şekilde tespit edilebilir:

- Futures sözleşmeler, spot piyasa sözleşmelerinden daha karmaşık yapıda olduklarından sözleşmenin tanımının, içeriğinin (yurtdışı uygulamaları, özellikle ABD dikkate alınarak) hazırlanması,
- Bu borsada faaliyet gösterecek kuruluşların lisanslama koşullarının belirlenmesi ve gerekli spekülasyon talebin borsaya sağlanması,
- Yeterli ölçüde işlem hacmi ve kuruluş adeti sağlanması, olası talebin değerlendirilmesi ve bunun spot piyasalara (fiyatlara) ve finansal piyasalara etkinliklerinin, ayrıca yeterli talep yaratacak ölçüde fiyat değişkenliği olup olmadığının araştırılması,
- Söz konusu borsaların fiyat oluşum sürecini kontrol edebilme yetkilerinin ve piyasalarda aldatma ve manipülasyonlara karşı mekanizmalarının oluşturulması,
- Takas merkezi organizasyonuna ilişkin yasal ve mali koşulların değerlendirilmesi ve ‘karşı taraf riski’nin piyasa tarafından üstlenilmesine imkan veren bir mekanizmanın oluşturulması, üyelere ait sermaye koşulları, teminatlar, ödeme zamanları, verilecek garantiler ve takas ücretlerinin belirlenmesi,
- Düzenleyici çerçevenin iyi hazırlanması, kurumlar arası yetkilerin, düzenleme ve gözetim-denetim organının belirlenmesi,
- Bu borsaları spot piyasalara göre avantajlı kılabilecek şekilde vergi sisteminin düzenlenmesi,
- Borsada bu alanda işlem yapacak trader’ların, borsa yöneticilerinin ve düzenleme-gözetimden sorumlu kamu kuruluşu personelinin eğitiminin titizlikle yapılarak, piyasadaki tüm katılımcıların yukarıda belirtilen konularda bilgilendirilmesi,

- Bu çerçevede piyasadaki katılımcıların (broker, bankalar, aracı kuruluşlar) ve üyelik işlem maliyetlerinin belirlenmesi,
- Borsanın işleyişi için teslim/tesellüm depoları ve futures işlemlere konu olabilecek kalite standardizasyonunun belirlenmesi,
- Bilgi işlem merkezi, piyasa bilgi aktarım, takas ve hesap görme sisteminin kurulması,
- Sesli pazarlık veya ekrana dayalı sistemlerin seçiminin yapılması, öncelikle gerekmektedir.

Bütün bu tespit ve teklifler kamunun genel iktisat politikası, sermaye piyasası ile ilgili uygulamaları ve özellikle futures piyasaları konusunda açık, net ve kararlı olunması halinde arzu edilen sonuçları verebilecektir.

Tespit edilen bu öncelikler ve yapılması gereken işlemler üzerinde çalışıldıktan sonra, futures piyasaları ile ilgili düzenlemelerde mutlaka dikkate alınması gereken hususlar şu şekilde sıralanabilir:

ı) Futures piyasalarında spot piyasalardan farklı olarak kredi ilişkileri olmamalıdır.

Futures piyasalarında her an yükümlülüklerin yerine getirilmeme olasılığı, sistematik riskin doğmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla bu riski güvence altına alan takas merkezi futures piyasalarında önemli rol üstlenmektedir. Getirilen teminatlarla işleme giren taraflar yasal yollarla bağlanarak aracılar nezdinde açılan cari hesaplarda tarafların ciddi olduğunu belirlemek ve anılan piyasalarda çeşitli birimlerin mali güçlerini aşan bir biçimde oynamalarına bir limit getirilebilmektedir.

Bir kişinin futures piyasalarında elinde mal ve mali enstrüman olmaksızın çok sayıda futures işlemine girebilmesi mümkün olduğundan tamamlama marjini çok önemli bir işlev üstlenmektedir. Ancak bu süreçte kredi ilişkilerinin devreye girmesi sistematik riski artırmaktadır. Bu çerçevede Türkiye’de aracı kurumun müşterisine kredi açması önlenmeli ve marjine yapılacak ilavelerin doğrudan müşteriden tahsil edilmesi imkanı sağlanmalıdır.

ıı) Düzenlemelerin genel bir çerçevede yapılması gereklidir.

Futures piyasalarında birden çok piyasayı ilgilendiren mali araçlar işlem gördüğünden düzenlemelerde birden çok kamu otoritesinin dikkate alınması ve işlemlerde kullanılacak mali enstrümanların geniş tanımları, düzenleyici bir kuruluş veya Sermaye Piyasası Kurulu tarafından üstlenilebilir. Örneğin, dövizde endeksli tahvillerde olduğu gibi, tahvil bir mal grubu olarak dövizin fiyat hareketlerine bağlıdır. Ancak nitelik olarak tahvil söz konusudur. Bu nedenle Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde bir tahvil düzenlenmeli ancak dövizde bağlı olduğundan Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın izlediği politikalarla çelişkili düzenlemeler yapılmamalı ve koordinasyon sağlanmalıdır.

Bu nedenle bir mali aracın niteliğini, nerede ve nasıl işlem göreceğini saptama ve denetleme işi, konu ile ilgili bilgi birikimi ve sermaye piyasalarını yakından ilgilendirmesi nedeniyle, Sermaye Piyasası Kurulu'na üstlenilebilir. Ancak konuyla ilgili kararlar alınırken diğer ilgili kuruluşlarla koordinasyonun mutlaka temin edilmesi gerekmektedir.

iii) İşleme konu olabilecek mal piyasaları ile ilgili düzenlemelerin mevcut borsa uygulamalarına bağlı olarak yapılması gerekir.

Düzenlemelerde yabancılik oluşturmamak için seçilen mal gruplarında mevcut borsa uygulamaları dikkate alınmalıdır. Örneğin, ticaret borsalarında işlem gören bir mal söz konusu ise bunların uygulamaları, menkul kıymetler borsalarında işlem gören bir mal söz konusu ise bunların uygulamaları ile ilgili özel hükümler göz önünde bulundurulmalıdır.

Dolayısıyla, öncelikle futures işlemlerinde gerekli düzenlemeler en kısa zamanda belirlenen bir düzenleyici kurum veya Sermaye Piyasası Kurumu tarafından yapılmalı, özel bir kanun çıkartılmalıdır.

Düzenlemelerde futures işlemlere konu olacak malların seçimi, düzenleyici otoriteye bırakılarak, yeni mallara imkan verecek biçimde genel bir çerçeve hazırlanmalı,

sistematik riske karşı tedbirler, malların işlem gördükleri piyasalar ile mevcut borsa uygulamaları birlikte dikkate alınmalıdır.

Özellikle spekülâtif hareketleri engellemek için yatırılacak teminat oranları günün koşullarına göre tespit edilmeli ve değiştirilmeli, kredi ilişkilerinde karmaşıklığın doğmaması için müşteriden tahsilat yapılarak ödemede bulunması ilkesi getirilmelidir (AKSEL,1995:111-113).

3.1.3. Futures'in İşe Yarayacağı Piyasalar

Bir ülkede, vadeli işlemler piyasasının kurulmasının ilk şartı, piyasada birbirinden farklı beklentilerin bulunmasıdır. Derinliği olan bir vadeli işlem piyasası için farklı beklentiler ve spot piyasanın özelliklerinin yanında piyasada işlem yapmak isteyen yatırımcı kitlesinin varlığı hayati önem taşımaktadır. Yurtdışındaki tecrübeler sözleşme adedinin az olduğu borsalarda işlem yapmanın pahalı olduğunu ve bu nedenle bu çeşit borsaların kısa bir süre sonra kapandığını göstermiştir. Bu durumda, sözleşmelerin alım satımını yapacak yatırımcı grupları büyük önem kazanmaktadır.

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

Üçüncü şart, belirgin bir fiyat riskinin söz konusu olmasıdır. Vadeli işlemler piyasasının en önemli ekonomik işlevlerinden biri risk transferidir. Farklı risk anlayışına sahip grupların bu riskleri birbirlerine etkin olarak transfer etmelerini sağlayan vadeli işlemler piyasasının etkin işleyişi için önemli unsurlardan biri piyasada büyük fiyat belirsizlikleri ve dalgalanmalarının bulunmasıdır. Gelişmekte olan piyasaların temel özelliklerinden olan fiyat dalgalanması yüksekliğinin nedenleri arasında, ekonomik ve sosyal istikrarsızlıklar sonucu özellikle faiz, enflasyon oranı ve döviz kurlarındaki belirsizlikler sayılabilir. Bu belirsizlikler, başta şirket karları olmak üzere bir çok değişkende istikrarsızlığa yolaçmaktadır.

Türkiye’de de bu durum söz konusudur. Özellikle, beklenmeyen politik müdahaleler ekonomide beklentilerin kısa dönemli ve değişken olmasına ve istikrarsızlığın artmasına yolaçmakta, bu da belirsizliği ortaya çıkarmaktadır. Enflasyon oranlarındaki dalgalı seyir de reel getirilerdeki dalgalanmayı arttırmaktadır.

Dördüncü şart, derinliği fazla olan bir spot piyasadır (ERGİNCAN,1996:96)

3.2. Bugüne Kadar Yapılan Düzenlemeler

Beşinci Beş Yıllık Kalkınma Planı döneminde Sermaye Piyasası’nın gelişiminin hızlandırılması öngörülmüş olmakla birlikte, bu dönemde yaşanan siyasal gelişmeler ekonomik kararlara yansımış ve etkin bir gelişme gözlenememiştir (AKSEL,1995:104).

Futures piyasaları, Türk ekonomisini ve finans sistemini dünya ekonomisi ve finans kesimi ile bütünleştirme hedefini gerçekleştirmesine katkıda bulunacak önemli bir araç olarak 1989 yılında (Altıncı Beş Yıllık Kalkınma Döneminde) ülkemizin ekonomik gündemine girmiş bir konu olarak, 1989 yılında Sermaye Piyasası Kurulu’nda futures işlemleri tanımlanması ve Türkiye’de özellikle mal borsasının hazır olması nedeniyle mala dayalı bir futures “vadeli işlemler” borsasının kurulması yolunda araştırmaların yapıldığı, raporların yazıldığı gözlenmektedir.

1991 yılında kurulan hükümet bu bakış açısı altında futures vadeli işlemler borsası ile ilgili somut bir proje başlatmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu’nun etkinliklerinin açıklandığı Aralık 1991 Sermaye Piyasası bülteninde Türk Sermaye Piyasalarının Modernizasyonu başlığı altında, 1991 yılında “Türk Sermaye Piyasalarının altyapısının yasal ve kurumsal eksikliklerini tamamlamayı ve yeni piyasalar oluşturmayı hedefleyen Türk Sermaye Piyasalarının Modernizasyonu Projesi” uygulamaya konulmuştur. Söz konusu ‘Modernizasyon Projesi’ nin alt projelerinden birini de “Futures Vadeli İşlemler” piyasaları oluşturmaktadır.

Aynı bültende ayrıca, Sermaye Piyasası Kurulu'nca yapılmış ve yapılmakta olan düzenlemelerin değerlendirilmesi başlığı altında, düzenlenen mali araçlara ilaveten düzenlenecek yeni mali araçlar içinde “Vadeli Sözleşmeler” (Futures ve options)’a yer verilmiş, Vadeli İşlemler Piyasası adı altında Futures Piyasalarının oluşturulmasına ilişkin çalışmaların Sermaye Piyasası Kurulu’nda sürdürüldüğü bildirilmiştir.

30 Temmuz 1981 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanıp 01 Şubat 1982 tarihinde yürürlüğe giren 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, ülkemizde sermaye piyasasını düzenleyen ana kanun niteliğindedir. Bu kanunda vadeli işlemlerle ilgili bir hükme rastlanmamaktadır (GÜCENME,1994:18).

2499 sayılı kanunun uygulanmasından doğan boşlukları doldurmak ve de ekonominin gelişmesine paralel olarak doğan yeni ihtiyaçları karşılamak için 23.04.1992 tarih ve 3794 sayılı kanun yürürlüğe konmuştur. 3794 sayılı kanun ana hatlarıyla şu değişiklikleri getirmiştir:

Yeni Araçlar

- Oydan yoksun hisse senetleri
- Depo edilen hisse senedi sertifikası,
- Varlığa dayalı menkul kıymetler,
- *Vadeli işlem sözleşmeleri.*

Yeni Borsalar ve Piyasalar

- Altın ve kıymetli madenler borsası
- *Vadeli işlem borsaları,*
- Borsalar dışında teşkilatlanmış diğer borsalar (CİVAN,1994:22-24).

3794 sayılı kanunun sadece 3 ncü madde c fıkrası ve 22 nci madde j fıkrası futures işlemlerini ilgilendirmektedir. 22/j maddesi ile “finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mal ve kıymetli madenlere dayalı *vadeli işlem sözleşmesi* ile münhasıran bu sözleşmelerin işlem göreceği borsalarda çalışacak kurumların kuruluş, faaliyet ilke ve esasları ile yükümlülüklerini düzenlemek, izlemek ve denetlemek” görevi Sermaye

Piyasası Kurulu'na verilmiştir (GÜCENME,1994:85). Halen birçok konuda kuruluş, faaliyet ilke ve esasları tespit eden ve bunları izleyip denetleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun bu işlemleri nasıl yapacağı konusunda bir açıklık getirilmediği gibi, tüm yükümlülüğün sadece 50 maddelik yetersiz bir kanun çerçevesinde Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakıldığı gözlenmektedir. Oysa Türkiye'de bu konuda geniş bir yasa taslağı, sistemi çok iyi işleyen ABD Sermaye Piyasası Kanunu da göz önüne alınarak Türkiye'deki sermaye piyasası koşullarına göre hazırlanarak futures piyasaları işlemlerine başlamak, futures piyasalarının başarılı ve istikrarlı olması için gerekli gözükmektedir. Çünkü yasal boşlukların olması yanlış bir sistemin oluşmasına neden olabilecektir.

Türkiye'de futures işlemlerinin mevcut borsalar ile başlatılabilmesi açısından bakıldığında; Türkiye'de 69 adet ticaret borsası 5590 sayılı yasa uyarınca Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın denetimi altında faaliyet göstermekte olup, bu borsalardan İzmir Ticaret Borsası (İTB) gerek organizasyonu, fiziki donanımı, işlem hacmi gerekse borsacılık düzeni ve disiplini ile Türkiye'nin en gelişmiş spot piyasaya dayalı bir ticaret borsası özelliğini göstermektedir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ise 1980'li yılların başında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde 1986 yılı Ocak ayı başında yeniden düzenlenerek faaliyete geçmiş spot işlemlerin yapıldığı bir devlet borsası özelliğindedir.

İMKB bünyesinde Mayıs 1994 tarihinde futures işlemleri ile ilgili Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü adı altında yeni bir müdürlük kurulmuştur. 23.07.1995 tarih ve 22352 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik" ile "Türkiye'de vadeli işlem ve opsiyon borsalarının hukuki statüleri, mali işleri, kuruluş, teşkilat, denetim, çalışma ilke ve esaslarını düzenleme" yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu'na verilmiştir. Dolayısıyla SPKı., SPKn.'nun 22 md./j fıkrası gereği İMKB Vadeli İşlemler Müdürlüğü'nün yetkilerini, düzenlenişini ve çalışmalarını izleyecek ve denetleyecektir.

Bu durumda, İTB nezdinde kurulacak olan Pamuk Futures işlemlerinin faaliyete geçmesi Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın iznine, İMKB nezdinde yapılacak Futures İşlemleri ise Sermaye Piyasası Kurulu'nun tebliğine bağlı oldukları açıkça görülmektedir. Aynı amaca yönelik sadece araçları farklı futures işlemlerinin birden çok düzenleyici otoriteyi doğrudan ilgilendirdiğinden burada bir ikilem söz konusudur. Türkiye'de bu konu Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, T.C. Merkez Bankası ve Sermaye Piyasası Kurulu'nu ilgili oldukları piyasalar nedeniyle doğrudan ilgilendirmektedir.

Futures piyasalarında birden çok piyasayı ilgilendiren bir mali araç işlem gördüğüne göre, düzenlemelerde birden çok kamu otoritesinin dikkate alınması da gerekmektedir. Bunun için ABD'de "Commodity Exchange Act"teki gibi ya geniş bir mal tanımı yapılarak mal, "gelecekte teslimi yapılacak hizmetler, haklar ve çıkarlar" olarak tanımlanabilir, veya futures işlemlerine konu olabilecek malı tanımlama yetkisi konu ile ilgili düzenleyici bir kuruluşa bırakılabilir.

Dolayısıyla, futures sözleşmeleri de bir mali araç olarak çeşitli mallara dayalı olmakla birlikte nitelik olarak bir araçtır. Bu nedenle bir mali araç olarak konusunun düzenlenmesi zorunludur. Bu mali aracığın niteliği ile ilgili belirlemeleri de yapma yetkisi de konu ile ilgili bilgi birikimi ve sermaye piyasalarını yakından ilgilendirmesi nedeniyle Sermaye Kurulu'na veya seçilecek bir düzenleyici kurula verilebilir.

Gerek Sermaye Piyasası Kurulu gerekse düzenleyici kurul, önce bu mali aracın niteliğini, nerede ve nasıl işlem göreceğini, konu ile ilgili uygulanacak politikaları, ancak ilgili kuruluşlarla koordinasyon yaparak, saptayıp denetleyebilir (AKSEL,1995:105-107).

3.3. Bankalardaki Uygulamalar

Türkiye'de bankalar ve aracı kurumlar yurtdışı piyasalarda futures işlemlerine 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki yasal boşluklar nedeniyle sadece Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı ve Sermaye Piyasası Kurulu'na bildirimde bulunmak suretiyle aracılık etmişler ve halen etmektedirler. İşlemler şu şekilde gerçekleşmektedir:2-107

Aracı kurum;

- Önce yurtdışında Avrupa’da Union Bank of Switzerland’ın aracı kurumu ‘FFM’ ve ABD’de ‘QUANTUM’ ile futures işlemleri yapılmasına ilişkin bir anlaşma yaparlar. Bu anlaşmalarda transfer edilecek marjin tutarları, emirlerin veriliş biçimleri, aracı kurumların işlemlerin bitiminde birbirleri ile teyitleşme koşulları açıkça belirtilmiştir.
- Futures fiyatlarını anında izleyebilmek için “Reuter”in ilgili bölümlerini kiralayarak, gelişmeleri Reuter’den takip ederek, anında telefon ile bağlantı kurarak, sonra fax ile teyitleşmek suretiyle her bir müşterisi için ayrı ayrı futures anlaşmasına girmiş ve yurt içinde bir bankadan ilgili transferleri gerçekleştirmişlerdir.
- Türkiye’de Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı’na ve Sermaye Piyasası Kurulu’na başvurarak yurtdışı futures işlemlerine başladıklarını ihbar etmiş ve oldukça iyi işleyen bir muhasebe sistemini oluşturmuşlardır.
- Aracı kurum Türkiye’deki müşterilerine bir tanıtım broşürü hazırlayarak, müşterileri ile “Uluslararası Müşteri İşlem Sözleşmesi” adı altında bir anlaşmayı karşılıklı olarak imzalamışlardır.

Ancak aracı kurumlar futures işlemlerinin uygulanmasında birtakım güçlüklerle karşılaşmaktadır. Bunlardan birincisi haberleşmede zaman ile ilgili karşılaşılan problemlerdir. Türkiye’de iş saati biterken ABD’de futures işlemleri 24 saat yapılmasına rağmen işlemlere anında ulaşmak oldukça zorluk çıkartmış, aradaki fiyatlara erişmeleri mümkün olmamıştır. Ayrıca ABD’deki işlemci, futures piyasalarını yakından etkileyen ABD’deki olayları anında bilerek piyasaya müdahale ederken, Türkiye’ye bu konuların ulaşmasının belli bir süre alması ve gecikmesi (otomotiv satışları, işsizlik oranları vb. durumlar) yurtdışı futures fiyatları konusunda anında yorum yaparak karar vermelerini güçleştirmiştir (AKSEL,1995:107,108).

Türk bankacılığında vadeli döviz alım-satımı işlemleri Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 30 Sayılı Karar ile Devlet Bakanı ve Başbakan Yardımcılığı’nın 84/30’1 sayılı tebliğine göre yapılmaya başlanmıştır. TCMB’nın, 17.07.1984 tarihli genelgesi ile vadeli döviz alım-satım işlemleri ithalat ve ihracat işlemlerinde başlamıştır. 27.09.1985 tarihli TCMB genelgesiyle de bankalararası en fazla 3 ay vadeli döviz alım-satımına

izin verilmiştir. Fakat günümüzde bankalar çok uzun vadeli işlemlere girmekten kaçınmaktadırlar. Bunda en önemli etken, vadeli döviz alım-satımları arasında miktar ve vade açısından oluşan dengenin sağlanması çalışmalarıdır.

Bankacılıkta vadeli döviz alım-satım işlemleri belirlenen esaslar dahilinde mal ve hizmet ithal ve ihraç işlemleri için kullanılmaktadır. Mal ihracatı ile bağlantılı vadeli döviz alım işlemlerinde vade, ihracat bedeli döviz yurda getirilme süresini aşmamak kaydıyla belirlenecek olup gayrikabilirücu ve teyitli akreditifin açılmış olması ve ya ihracatın gümrük tescil işleminin yapılmış olması gerekmektedir. Mal ithalatı ile bağlantılı vadeli döviz satış işlemlerinde ise, ithalatın ithal müsadeseine bağlanmış olması, hizmet ihraç ve ithali ile bağlantılı vadeli döviz alım ve satımı işlemlerinde hizmet ile ilgili bağlantının (hizmet mukavelesi, nakliye faturası, belgeler) onaylanması gerekir. Yurtiçi bankalar en az 15 gün ve en fazla 6 ay vadeli olarak belirtilen süreleri uymak kaydıyla vadeli döviz alım-satımını serbestçe yapabilmektedirler. Vadeli açık pozisyon limitleri TCMB tarafından bankalara bildirilmektedir. Açık pozisyon, vadeli alımların vadeli satışlardan eksik veya fazla olması halidir. Bankalar, Merkez Bankası tarafından saptanacak “açık pozisyon limitleri” bildirilinceye kadar, yaptıkları vadeli alım kadar vadeli satış yapmak zorundadırlar (APAK,1996:21)

Bankacılıkta vadeli döviz alım ve satımlarında işlem prosedürü şu şekildedir: Vadeli döviz alımı; bu işlemde birinci günde taraflar arasında anlaşma imzalanır. İthalatçı için vadeli alış, banka için ise vadeli satış taahhütü oluşur. Aşırı fiyat dalgalanmalarına karşı anlaşmada belirtilen toplam tutar üzerinden belli bir yüzde ithalatçı tarafından bankaya yatırılır. Vade sonuna kadar bu paraya banka faizi tahakkuk ettirilir. Vade sonunda (60.gün) ithalatçı anlaşmada kabul edilen vadeli döviz kuru üzerinde toplam tutar için oluşan karşılık TL’yi öder. Vadeli döviz satımında da, aynı prosedür içinde yapılan işlemler sonunda, firma vade sonunda anlaşmada kabul edilen kur üzerinden döviz bankaya satar, banka döviz alınca karşılığı TL’yi firmaya öder. Bu işlemlerde vadeli döviz alış ve satış kurlarının belirlenmesi önem taşır.

Müsteşarlığın 89-32/1 sayılı tebliğine ilişkin Merkez Bankası 1/A sayılı genelgesiyle getirilen “Bankalar en az 15 gün ve en çok 6 ay olmak üzere Türkiye’de yerleşik

kişilere 3000 \$'a kadar, bunu aşan tutarlar için aşağıdaki esaslar dahilinde vadeli döviz alım satımı yapabilir” hükmü, 03.07.91’de Resmi Gazete’de yayımlanan TCMB genelgesi ile şu şekilde değiştirilir: “Bankalar, MB’na bildirilen vadeli açık pozisyon limitleri içinde kalmak suretiyle vadeli döviz alım satımı yapabilirler.” Böylece, 15 gün/6 ay sınırı kalkmıştır.

Merkez Bankası tarafından 26 Kasım 1997 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan tebliğ ile “vadeli açık pozisyon limiti” olarak adlandırılan sınırlama, 01 Ocak 1998’den itibaren kaldırılmıştır. Bankadan yapılan açıklamada sınırlamanın, “piyasanın derinliğini kısıtladığı, ithalat ve ihracatçıların artan talebi ve vadeli işlemlerin bankalar tarafından risk yönetiminde yoğun bir şekilde kullanıldığı” için kaldırıldığı belirtilmektedir. Yapılan değişiklikle döviz büfelerine de vadeli döviz alım satım hakkı verilmiştir (LİBERAL BAKIŞ, 27 Kasım 97).

Türev ürünlerin en temeli olan döviz forwardları uzun süredir ülkemizde de bankalar tarafından pazarlanmaktadır. Bugün, alış-satış kurları arasındaki fark bir hayli açılrsa da, bir yıl vadeye kadar Türk Lirasına karşı forward sözleşmeleri bulmak mümkündür. Ayrıca Reuters aracılığıyla bir bankalararası forward piyasası da oluşmuştur. Kur Forwardı da denilen ve iki yabancı para cinsi arasındaki forward anlaşmalarının kastedildiği sözleşmeler de sıklıkla kullanılmaktadır. FRA sözleşmelerinin ise ülkemizde kullanımı henüz yoktur ve Türk Lirası bazında bu risk yönetim aracı geliştirilmemiştir (MÜMİNOĞLU,1994:9).

3.4. Mal Piyasaları ve İzmir Vadeli İşlemler Piyasası İZVİP

3.4.1. Vadeli İşlemlerin Mal Piyasalarına Olumlu Etkileri

Zaman içinde üreticinin malını pazara götürüp satma becerisi, kendi olanakları içerisinde yetersiz kalınca malını tüccara satmış, tüccar da malı pazarlara ulaştırmıştır. Ancak üretici ile nihai tüketici arasındaki mesafe ve maliyet farkı çok yüksek olmaktadır. İşte vadeli işlemler piyasalarına geçiş sürecini hızlandıran temel sorun buradan kaynaklanmaktadır. Yani “üreticilerle toptan alıcıları bir yerde toplayalım. Pazarlık

güçlerini kullansınlar ve fiyatları oluştursunlar” mantığı gelişmiştir. Buna ihtiyaç duyulmasının en önemli sebebi de, vadeli ürünler denilen ürünlerin önemli bir kısmının tarımsal nitelikli olması, fiyat esnekliklerinin sınırlı olması ve mevsimlik fiyat dalgalanması göstermesidir.

İşte tüm bu faktörler, başlangıçta vadeli işlemler piyasalarını zorunlu kılıyor. Daha sonra olayın sonuçlarına bakılıyor. Çiftçi memnun. Çünkü ürünü daha tarlaya ekilmeden kaçta satabileceğini biliyor. Ürün seçimini rahatlıkla yapabiliyor. Sanayici açısından bakıldığında ise sanayicinin fiyatın ne düzeyde olacağı konusunda fazla bir endişesi yok. İsterse, fiyat riski taşıyabiliyor. Yıllık ihtiyacını uygun bulduğu fiyat düzeyinden alabiliyor.

Bugün dünyanın en büyük pamuk üreticilerinin sadece %20’si vadeli piyasayı kullanıyor. Ama %100’ü oluşan olumlu fiyat etkilerinden yararlanıyor. Türkiye’de ise vadeli piyasa yokken üretici tarlaya ektiği ürünü hasat döneminde kaçta satacağını bilmiyor. Çünkü destekleme fiyatları henüz açıklanmamış, malın kullanıcısı da kaçta alacağını bilmiyor. Eğer o dönem bir seçim yılı ise üretici, değilse tüccar memnun olacak. Ama burada nihai kullanıcı durumundaki sanayici, esas kazanç araçlarının olduğu için, her şartta memnun olamamaktadır.

Ayrıca kaynak kullanımında da etkinlik sağlanamıyor. Örneğin devlet vadeli de alabilecek iken TMO peşin ödeme yapıyor. Aynı sorun sanayiciler için de vardır. Fiyat riski taşımak istemiyorsa, ya da likidite olanakları sınırlıysa, gerekli alımları için kredi kullanmak zorunda kalıyorlar. Sonuçta çok büyük kaynak israfına yol açılmaktadır.

Böylece bir amacı fiyat oluşturmak olan vadeli işlem piyasasının ikinci büyük avantajı da, kaynak kullanımında etkinliği sağlamaktır. Üçüncü avantajı ise, planlama yani fiyatın üretim düzeyini yönlendirmesidir. Bunun en güzel örnekleri Türkiye’de vardır. Bir sene patatesin ertesi yıl soğanın fiyatı çok düşük olur, çünkü geçen dönemlerde bu ürünlerin fiyatı hayli yüksek olmuştur ve sonraki yıl herkes sözleşmişçesine aynı ürünü ekecektir (CİVELEK,1996).

Futures işlemlerin ülkelere sağladıkları faydalar göz önünde bulundurularak, Türkiye’de futures piyasalarının hangi ürünler ile uygulanabileceği, borsalar incelendiğinde tarım ürünlerinin hala önem arzettiği Türkiye ekonomisinde pamuğun uluslararası bir önem taşıdığı görülmektedir.

Dünya pamuk üretiminin %3.3’ünü gerçekleştirmesine ve dünya pamuk endeksini oluşturan 13 ülkeden biri olmasına rağmen, Türkiye halen dünya pamuk borsalarında yer almamaktadır.

Futures piyasaları ile Türkiye’de üretici ve tüketici fiyatları, arz ve talep dengesine göre serbestçe belirlenecektir. Örneğin, üretici malını borsada gün gün takip ederek, kendisi için en uygun fiyata satabilecektir. Ayrıca, yerli endüstri ürünleri yabancı pazarlarda tanıtılacak, ticari üretici ve tüketiciler dünya pazarında yer alacaktır.

Futures piyasalarına geçişte Türk çiftçisi, batılı çiftçiler gibi borsaya bakarak bir yıl sonra hangi ürünün kaç lira olduğunu yaklaşık olarak tahmin edebilecek, malını en yüksek fiyattan satmak isteyen üretici ile en düşük fiyattan almak isteyen müşteri, aracı kurum vasıtasıyla borsada buluşacak ve fiyatlar arz ve talep dengesine göre oluşacaktır. Günlük iniş çıkışlardan kar etmeyi amaçlayan spekülörler de borsanın diğer ayağını oluşturarak borsaya taze para ve hareket sağlayacaklardır. Ürün tarladan toplandığında birçok kez el değiştirerek, çiftçi ile hiçbir bağı olmayan yatırımcının malı olacaktır. Bu arada doğrudan Türk tarımsal ürün piyasalarına giremeyen yabancılar da borsadan mal alabilecekler, Türk malları yabancı alıcılarla karşılaşmış olacak, bu durum piyasalara canlılık getirerek üretimin kalitesinin ve miktarının artırılmasını temin edecektir.

Türkiye’de yeterli miktarda üretim ve ticaret hacmine sahip olması, tekstil üreticileri ve spekülörler arasında yoğun ilgi görmesi, fiziki teslimatın (depolama gibi) imkan dahilinde olması nedeniyle, İzmir Ticaret Borsası’nda, pamuğa dayalı futures işlemleri uygulamalarına geçilebilir.

Bu genel çerçevede, Türkiye’de pamuk futures piyasaları oluşturulması halinde sağlanabilecek yararlar aşağıdaki başlıklar altında toplanabilir.

1) Tekstil sanayii açısından büyük miktarlardaki hammaddenin depolama maliyeti azalacak ve bu suretle stok finansman maliyetleri düşük düzeylerde kalabilecektir. Söz konusu maliyetlerin azalması, Türkiye'nin ihracatının yaklaşık 1/3'ünü oluşturan tekstil sanayiinin üretim maliyetlerinin düşmesine neden olarak, Türk ihraç ürünlerinin uluslararası piyasalarda rekabet şansını arttıracaktır.

ii) Pamuk ve tekstil ürünlerinde fiyatların önceden belirlenmesi, uzun vadeli ihracat bağlantıları yapılmasını kolaylaştıracaktır.

iii) Tarım sektöründe destekleme alımlarına ihtiyaç kalmadan piyasa mekanizmasına dayalı bir istikrar imkanı temin edilebilecektir. Kamu otoritelerinin destekleme politikaları, hem devletin maliyetini arttırmakta, hem de piyasadaki para arzını çoğalttığından enflasyonu kamçulamaktadır. Dolayısıyla futures işlemler ile devlet müdahalesi yerine piyasa mekanizmasının işlerliğe kavuşturularak denge sağlanması amaçlanmaktadır.

Türkiye'de pamuğa dayalı futures piyasalarının İzmir'de kurulması yönünde yürütülen çalışmaların finansal araçlara dayalı genişletilebilmesi için, yapılan çalışmaların çok geniş bir perspektif içinde çeşitli boyutlarda yürütülmesi gerekli gözükmektedir (AKSEL,1995:110,111).

3.4.2. İZVİP'in Altyapısı ve Hazırlıklar

İzmir Ticaret Borsası tarafından yapılan araştırmalarda İzmir'de pamuğa dayalı futures işlemlerinin başlatılmasını gerekli kılan mevcut altyapı özellikleri şu şekilde açıklanmaktadır:

- Futures piyasaları için İzmir Pamuk Borsası'nda deneyim kazanmış iyi işleyen spot bir piyasa mevcuttur.

- Pamuk ürünü geniş bir ticari sirkülasyona sahiptir ve toplumun farklı kesitlerinin ticari ilgisini çekmektedir.
- Pamuk yeterince standardize olmuş bir tarım ürünüdür.
- Vadeli işlem piyasasının vazgeçilmez elemanı olan pamuk korbeyi (pit) ve yüksek sesle alım-satım sistemi (open-outcry) yüzyıldır İTB’de uygulanmaktadır.
- Pamukta kamunun müdahale sınırlarının gittikçe daralmasını öngören politikalar bu ürünlerde tam bir serbest piyasanın hızla yerleşmesine olanak verecek şekilde gelişme göstermiştir.
- Fiyat değişkenliği, hem riskten korunmak isteyenlerin hem de risk yüklenmek isteyenlerin ilgisini çekebilir (AKSEL,1995:106).

Bütün bu nedenler, Türkiye’de pamuk maddesinin bugün tarım ürünleri arasında futures işlemlerinin başlatılabilmesi için en uygun mal özelliği taşıdığını göstermektedir.

3.4.3. Türkiye’de de Olmasını Gerektiren Nedenler

Bir vadeli işlem borsasının işleyebilmesi için önemli bazı teknik ön koşullar vardır. Örneğin pamuk borsası için akla gelebilecek ilk soru, pamuk üreticisi ve tüketicisi, neden yurtdışında örneğin Londra’da mebzul miktarda mevcut olan pamuk borsalarında fiyat riskinden kurtulmak için işlem yapmıyor? Bu sorunun cevabı hissi değil teknik olarak verilmelidir.

Vadeli piyasada fiyat riskinden kurtulmak isteyen kimsenin futures sözleşmesi olarak kurabileceği bir portföy, kur riskini ortadan kaldırabilir. Yani elinizde pamuk mevcut ise (long pozition) vadeli piyasada tersi işlem yani pamuk satışı yaptığınız taktirde riskleriniz dengelenmiş olur. Tabi spot piyasadaki fiyatlar ile futures piyasadaki fiyatlar kaç birimlik pamuk varlığı riskine karşı kaç birimlik pamuk futures sözleşmesi alınırsa risk dengelenmiş olur? sorusunun sorulması lazım. Bu sorunun cevabı teknik düzeyde şöyle veriliyor: Geniş matematik hesaplar sonucu etkin bir portföy, spot piyasadaki fiyatlar ile futures piyasadaki fiyatların korelasyonunun, spot piyasadaki

varyans ile çarpılıp futures piyasasındaki varyansa bölünmesi ile bulunuyor. Yani kritik faktörler, Türkiye'deki pamuk piyasasındaki spot fiyat ile Londra futures piyasasındaki futures fiyat arasındaki ilişkinin kuvvetli olması, hem Türkiye'de, spot pamuk fiyatlarının dalgalanmasının yüksek olması, hem de Londra'daki futures piyasasındaki fiyat dalgalanmalarının oldukça hareketli olmasıdır.

Eğer Londra futures fiyatları ile Türkiye spot fiyatları arasındaki ilişki zayıf ise, yani fiyatlar birbirini takip etmiyorsa o zaman Londra futures piyasası kullanılarak Türkiye'deki pamuk fiyat riskinden kaçmak mümkün olmaz. Yapılan ön araştırmalarda Londra futures fiyatları ile Türkiye spot fiyatları arasındaki bağ, hem piyasanın özelliklerinden, hem kur gibi faktörlerden kaynaklanan bir ilişkisizlik sergilemektedir. Bu nedenle Türk pamuk riskinden Londra borsasından faydalanarak kurtulmak pek fazla mümkün görünmemektedir (GÖKÇE,1995).

Ancak Türkiye'de pamuk spot fiyatlarının dalgalanmasının oldukça yüksek olması, hem üretici hem de nihai pamuk kullanıcısı tekstilci için futures piyasası ihtiyacı olduğunu ortaya koymaktadır.

Ayrıca, İTB'de yapılan araştırmalarda bu konuda yapılması gereken işlemler belirtilerek, bu işlemler sırasıyla gerçekleştirildikten sonra söz konusu borsanın işlerlik kazanabileceğine dikkat çekilmiştir:2-106

a) Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan son değişiklikler ve sağlanan olanaklar çerçevesinde;

- Başlatılan eylem planı ve çalışmaların tamamlanması,

- Tam bir ekonomik, teknik ve fizibilite çalışması yapılması: Bu hazırlıklar da son noktaya gelmiştir. İZVİP'te kullanılacak yazılım programı için çeşitli araştırmalar yapan İTB, bu konuda İsveç'in OM firması ile anlaşmıştır. Borsalar için yazılım-takas programı üreten hatta anahtar teslimi borsa kuran OM'nin yazılım programı için yapılan anlaşmanın 99 yıllık olduğu belirtilmektedir.

Aracı kurumların “pit” diye adlandırılan sekizgen mekanda pamuk fiyatını belirlemeye yönelik yapacağı işlemler, bilgisayar ağı aracılığıyla anında ilgili her yere duyurulacaktır. “Pit”in üstünde bulunan ve 360 derece dönebilen beş kamera, bütün alım ve satım emirlerini kayıt edecek, bu kayıtlar da bir hafta saklanacaktır. Başlangıçta tek seans yapılacak, işlemler aracı üyeler tarafından “pit”te yüzyüze ve sesli olarak “open-outcry” (sesli müzayedede) sistemine göre yapılacaktır (Dünyada sesli müzayedede sistemi dışında ikinci bir alternatif yöntem olarak “screen-based” (ekrana dayalı) sistemi de kullanılmaktadır). Gerçekleşen işlemler aynı anda bilgisayarlarla tüm dünyaya duyurulacaktır. Vadeli işlem sözleşmelerinde, gelecekte alınacak veya satılacak pamuğun kalitesi, miktarı, teslim yeri ve tarihine ilişkin bilgiler yer alacaktır (KÖFTEOĞLU, 1997).

Sözleşme üzerinde belirtilen kalite ve cinsten pamuğu teslim etmek zorunlu olmayıp, farklı kalitedeki “kabul edilebilir” pamuklar da teslim edilebilir. Daha üstün kaliteli bir pamuk teslim edenlere prim, düşük kaliteli pamuk teslim edenlere ise iskonto uygulanarak kalite farkı fiyata yansıtılmış olur.

Bir diğer husus da teslimat noktalarıyla ilgilidir. Lisanslı depolar aracılığıyla bir teslimat noktası İzmir’de, diğeri ise Adana veya Mersin’de olacaktır. İleride sistemin işleyişi dikkate alınarak, ek teslimat merkezlerinin kurulması mümkün olabilecektir.

İZVİP’e üyelik, “takas üyesi” ve “takas üyesi olmayanlar” şeklinde ikiye ayrılacaktır. Takas üyeliği için asgari ödenmiş sermayenin 1 trilyon lira olarak belirlenmesi beklenmektedir. Takas üyesi olmayan üyeler ise aracı kurum, tacir ve ajanlardan oluşacak ve bunlar bir takas üyesinin garantisini alarak işlem yapabilecektir (KÖFTEOĞLU, 1997).

Takas üyeleri kendi üzerlerinden gerçekleştirdikleri işlemler için, pozisyon limitlerine göre, takas merkezinin kontrolünde olan “**Garanti Fonu**”na katılımında bulunurlar. Garanti fonu, takası yapılan tüm işlemlerden doğabilecek rizikoları teminat altına almak amacını taşımaktadır. Ayrıca aracı kurumun herhangi bir müşteri emrini gereği gibi yerine getirememesi sonucu müşterinin uğrayacağı kaybı tazmin yükümlülüğü

getirilmektedir. Müşteri emirlerinin iç yönetmelik hükümlerine uygun olarak yerine getirilmemesi durumunda doğabilecek zararları karşılamak üzere, tüm aracı üyelerin katılımıyla oluşturulan bu fona ise “**Tazmin Fonu**” adı verilmektedir.

Müşteri emirlerinin yerine getirilmesinde, **zaman ve fiyat önceliği** kuralı uygulanacaktır. Müşteri emirleri zaman kayıt makinesinden geçirilerek, bir emrin değerinin önüne geçmesi engellenecektir.

Suni fiyat oluşumlarının önlenmesi amacıyla herkes için belirlenmiş bir **pozisyon limiti** uygulaması olacak ve böylece herhangi bir müşterinin piyasayı kendi istediği yönde hareket ettirme çabası suç olarak değerlendirilip cezalandırılacaktır.

İZVİP’te halihazırda Vakıfbank, Ziraat Bankası, Sümerbank, Koçbank, EGS Bank, Körfezbank ve Tarihbank’ın üyelik işlemleri tamamlanmıştır. Borsa yetkilileri, İZVİP bünyesindeki 44 aracı üyelikten ilk etapta 35 tanesinin verileceğini bildirmektedirler (KÖFTEOĞLU, 1997).

Aracı kurumlarda, İZVİP’te kendileri ve müşterileri adına işlem yapabilmeleri için, anonim şirket şeklinde kurulma ve 25 milyar ödenmiş sermaye şartı aranacaktır. Tacirler ise sadece kendi adına işlem yapabilecektir. Ajanlar da sektörden gelen emirleri kabul eden, aracılık faaliyeti yapan gerçek veya tüzel kişilerden oluşacaktır.

b) Bugünden yeterli bir ilgi alanı oluşturmak amacıyla tanıtım programları hazırlanıp uygulanması: Bu program uygulamaya konmuştur ve İZVİP’i tanıtmaya yönelik ilk toplantı, 9 Ocak 1997’de İstanbul’da yapılmıştır. Bu toplantıya, tekstilciler ile bankacılar katılmıştır. Yetkililer, takip eden aylarda Bursa, Adana, Gaziantep, Kahramanmaraş ve Denizli’de de tanıtım toplantısı yapacaklarını belirtmektedirler.

c) Gerekli uzman personelin yetiştirilmesi için ciddi bir eğitim programı hazırlanarak uygulanması,

d) Hukuki ve kamu maliyesi açısından var olan engelleri kaldıracak yeni düzenlemelerin yapılması: Bu hususta oluşan hukuki süreçten SPK'nın İtirazları başlıklı alt bölümde bahsedilmiştir.

3.4.4. SPK'nın İtirazları

SPK eski başkanı Ali İhsan Karacan, vadeli işlemler piyasalarının menkul kıymet işi olduğunu, menkul kıymet piyasalarını düzenleme ve denetleme görevi SPK'ya ait olduğu için de İTB bünyesinde kurulması çalışmalarını süren vadeli piyasanın 5590 sayılı Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Kanunu'na değil, 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi ve Ticaret ve Sanayi Bakanlığı'nın değil Sermaye Piyasası Kurulu'nun yani kendilerinin denetimine tabi olduğunu iddia etmektedir. Karşı görüşe göre vadeli işlemler bir menkul kıymet işi değildir. Bunun birkaç sebebi olabilir. Vadeli işlemler piyasalarına konu olan işlemler, toplamı sıfır olan bir oyun şeklindedir. Alıcılar ve satıcılar işlem yaparlar, sonuçta ters işlemle kapanır ya da fiziki teslimata gidilir. Ama vade sonuna kadar kazananların toplam kazancı, kaybedenlerin toplam kaybına eşittir. Ayrıca vadeli işlem bir yatırım değildir. Menkul kıymet ise genelde bir yatırımdır. Hisse senedi olsun, tahvil ya da bono olsun, bedellerinin tümü ödenir ve taşındıkları müddetçe yatırımcısına bir getiri sağlar. Ama vadeli işlemlerin böyle bir getiri sağlama yeteneği yoktur (CİVELEK,1996).

Karacan ayrıca, "Mal borsaları kendi mallarını alsınlar, satsınlar, teslimatlarını yapsınlar. Ama futures borsalarını bize bıraksınlar" diyor. Futures borsalarında teslimatın söz konusu olamayacağını söylüyor. Karşı görüşe göre, Karacan'ın tanımladığı bir futures borsası kurulsun bile kimsenin işine yaramaz. Teslimat esas getirilmez ise, güçlü olanlar bu piyasadan çok büyük rantlar elde edebilir. Ama fiziki teslimat olasılığı getirilirse, isteyen parasını öder ve malını alır. İsteyen de ters işlem yapıp spot piyasadan istediği işlemi gerçekleştirir.

Borsanın kimin patronajında kurulacağını hiç bir önemi yoktur. Çünkü piyasada fiyatı yapan araçlar, daha doğrusu üretici ve tüketicilerdir. Borsa ise sadece oluşan fiyatları tescil etmektedir.

Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nca düzenlenerek 29 Ağustos 1996 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan İzmir Ticaret Borsası Vadeli İşlemler Piyasası Genel Yönetmeliği'nin yasal dayanağı olmadığını öne süren SPK, iptal istemiyle Danıştay'a başvurmuştu. Fakat, SPK'nın İZVİP'in açılmasına yönelik son engelleme çabası da Danıştay'dan geri döndü. Danıştay 8'inci Dairesi, SPK tarafından "İZVİP yönetmeliği"nin iptali istemiyle açılan davanın gerekçeli kararını taraflara tebliği etti. "Oybirliği ile reddedilen" SPK tebliğinin "yasal dayanaktan yoksun" olduğunu vurgulayan Danıştay, iptali istenen yönetmelikte hukuki noksanlık ve hata bulunmadığını açıkladı.

"Vadeli ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği vadeli işlemler piyasalarının kurulması yetkisi, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na verilmiştir" diyen Danıştay kararı, dava konusu yönetmelik hakkında yetki tartışmasının da dayanağının kalmadığının altını çizdi. Bu yönetmelikle ilgili Danıştay kararından hemen sonra, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, Vadeli İşlemler Piyasası Genel Yönetmeliği'ni geliştirerek, 06 Temmuz 1997 tarih ve 23072 sayılı Resmi Gazete'de yeniden yayımladı.

3.5. TL/\$ Esaslı Döviz Futures Sözleşmesi ve Borsası İçin Öneriler

Türkiye'de döviz piyasalarında futures piyasasının geliştirilmesi için belirli ön koşulların oluşmaya başladığı söylenebilir. Bu piyasaların tarımsal mallara göre bir avantajı işlem gören malın (döviz) standardize nitelikte oluşu ve mal tesliminde kalite standardizasyonu gibi bir sorunun olmayışıdır. 80'li yıllardan başlayarak döviz kuru belirlemede sabit kurdan piyasada arz ve taleple belirlenen esnek kur sistemine geçilmiş olması döviz futures piyasalarının kurulması için önemli bir ön şartı karşılamıştır. Bugünkü sistemde döviz kurları ikili bir sistemde belirlenmektedir. Kurumlardan ziyade kişilerin yer aldığı paralel (eski karaborsa) piyasanın yanısıra bankaların yer aldığı bir interbank döviz piyasası geliştirilmiştir. Bu piyasa Merkez

Bankasının denetiminde çalışmakta, alım ve satım emirleri Merkez Bankası üstünden geçmektedir. Bir anlamda Merkez Bankası bu piyasada piyasa yapıcı fonksiyonunu yüklenmektedir. Merkez Bankası döviz kurlarını belirlemek için gerekli gördüğünde kendi rezervlerini kullanarak piyasaya müdahalede bulunabilmektedir. Açıklanan resmi kurlar da büyük ölçüde interbank döviz kurlarına göre belirlendiği için sistem genelinde esnek kur sistemi niteliğini taşımaktadır. Serbest piyasa kuralları içinde belirlenen paralel piyasa kurlarının ise uygulamada resmi kurlardan fazla sapma göstermediği gözlenmektedir. Genel yapısı itibarı ile bu spot piyasa yapısının olası bir futures piyasasına uygunluk gösterdiği söylenebilir. Buna eklenebilecek bir diğer gerekçe de Türk bankalarında büyük ölçüde döviz mevduatı biriktiği için döviz ve TL arasında geniş çaplı işlemlerin söz konusu olması ve bunun da TL/döviz kurundaki değişikliklere karşı risk korunmasını gündeme getirmesidir. Burada tartışılacak bir nokta Türkiye'deki döviz kurlarının trendden sapmasının futures piyasaları aracılığıyla risk korunmasını gerektirecek ölçüde olup olmadığıdır. Bir başka deyişle döviz kurundaki değişkenliğin(volatility) bir futures piyasasını gerektirecek ölçüde olup olmadığıdır. Türkiye'de zaman zaman yoğun olan Merkez Bankası müdahalelerinin döviz kurunda büyük çaplı değişimleri önleme fonksiyonu gördüğü ve bunun da spot piyasada döviz kuru riskini azalttığı söylenebilir. Ancak benzer müdahaleleri yabancı Merkez Bankaları da kendi ülkelerindeki döviz kurlarını kontrol için yapabilmektedir. Burada Türkiye uygulaması ile dünya piyasalarında futures işlemine konu olan ana dövizler için bir farklılıktan bahsedilebilir. Bu fark diğer dövizlerde (dolar, mark, yen gibi) Merkez Bankasının denetimi dışında önemli ölçüde stokun söz konusu olabilmesidir. Örneğin ABD Merkez Bankasının kontrolü dışında ve ABD dışı ülkelerde işleme konu olan çok büyük bir dolar stoku (Euro-dolarlar) söz konusudur. Merkez Bankası denetimi dışındaki bu stok ister istemez ABD Merkez Bankasının müdahale etkinliğini kısıtlayabilmektedir. Aynı durum daha az ölçüde mark ve yen gibi diğer para birimleri için de geçerlidir. Buna karşın benzer bir durum TL için henüz söz konusu olmadığından Türkiye Merkez Bankasının interbank piyasasında gerektiği zaman müdahale ederek döviz kurunu daha etkin bir biçimde kontrol etme yeteneğine sahip olduğu ve döviz kurlarının zaman içinde değişimini önceden belirlenmiş limitler içinde tutma potansiyeline sahip olduğu öne sürülebilir. Ayrıca Türkiye'de Merkez Bankasının

diğer bankalar üstündeki kontrolünün oldukça güçlü olduğu söylenebilir (EROL,1994:143,144).

Türkiye’de vadeli işlem olarak kur fikseli işlemler ve forward işlemler yapılmaktadır. Ancak bu tür vadeli işlemler iki parti arasında tezgah üstü olarak işlem görürler. Futures sözleşmeler ise doğası gereği organize borsalarda işlem görürler (GÜVEN,1994:7).

Türkiye’de henüz TL esaslı döviz futures sözleşmelerinin işlem gördüğü borsa kurulmuş değildir. Son yıllarda finans piyasalarındaki teknoloji, bilgi birikimi, işlem çeşitliliği ve zihniyet bakımından yaşadığımız hızlı değişim vadeli işlem borsasının yakın zamanda kurulacağı beklentisine sebep olmuştur. Ancak bu beklenti süreci devamlı uzamaktadır. İşte bu noktada, devamlı uzayan süreci kısaltmak amacıyla bankaların da üzerine düşen sorumluluğu yerine getirmeleri gerekmektedir. Madem gelecek sözleşmeler organize borsalarda işlem görürler ve madem ki şu an devlet tarafından kurulmuş bir vadeli işlem borsası yok, o zaman bankalar böyle bir borsayı oluşturmalarıdır. Bir banka (öncü banka) borsayı taklit ederek kendi bünyesinde oluşturduğu futures sözleşmelerini müşterilere hatta diğer bankalara sunar. Öncü bankanın artan müşteri portföyü, yeni işlem türünü sunan banka olmanın verdiği pazarlama avantajı diğer bankaların dikkatini çekecektir. Diğer bankalar daha hiç bölünmemiş olan bu pastayı öncü bankaya bırakmamak için iç organizasyonlarını kısa zamanda gerçekleştirip kendileri de bu taklidi borsayı oluşturmaya çalışacaktır. Kısa zamanda piyasada borsayı taklit eden bankalar var olacaktır. Bu bankalardan birkaçı bir araya gelip protokoller imzalayıp bankalar arası bir taklidi borsa kurulacaktır. Artık böyle bir borsadan tüm bankaların, finansal kuruluşların ve hatta aracı kuruluşların erişimine açık tam organize olmuş vadeli işlem borsalarına geçiş bir adımlıktır.

Öncü bankanın taklidi borsayı gerçekleştirebilmek için ortaya koyacağı kuralları sözleşmelerin özelliklerini ve borsanın işleyişini adım adım izleyerek geliştirmek mümkündür:

i. Futures sözleşmeleri belli kalitede ve belli miktarda ürün içerirler: Öncü bankanın her döviz için futures sözleşmesi işlemi yapması yerine başlangıçta sadece \$/TL ve

DEM/TL futures sözleşmelerini sunması daha yararlı olacaktır. Piyasayı oluştururken birçok çeşit futures sözleşmesi olması işlemlerin takibini, bankanın kur riskini yönetmesini zorlaştıracak, müşteriye sunuşta ilginin dağılmasına sebep olacaktır. Halbuki sadece \$/TL ve DEM/TL futures sözleşmesi olursa piyasa daha hızlı derinlik kazanacaktır. Bankalar arası piyasada da en çok yapılan döviz işlemleri \$/TL ve DEM/TL'dir. Diğer döviz/TL sözleşmeleri ise piyasa derinleştikten sonra bankalar arası link kurulup daha sonra da oluşturulacak olan gerçek borsaya bırakılmalıdır. Bankalararası piyasalarda işlem miktarları \$200,000 ve DEM400,000 ve katlarıdır. Futures sözleşmelerinin sadece bankalararasında işlem göreceği değil aynı zamanda müşterilere de sunulacağı düşünülür \$ ve DEM miktarları yarıya düşürüldüğünde hem işlem sayısı artacak hem de daha geniş bir müşteri kitlesine hitap edilecektir.

Böylece öncü banka sadece \$/TL ve DEM/TL gelecek sözleşmelerinin alım-satımını gerçekleştirecektir. Sözleşmelerin içerdiği miktarlar ise \$100,000 ve DEM200,000 olacaktır.

ii. Futures sözleşmeleri belli vadelerde işlem görürler: Türkiye şartlarında vadeli döviz işlemleri genellikle üç ayı geçmez. Yine de müşteri talebi doğabilir düşüncesiyle sözleşmelerin vadelerini altı aya kadar uzatmak yararlı olacaktır. Nadiren de olsa bir yıl vadeye kadar döviz işlemi yapılmakla beraber bu kadar uzun vadeye sahip futures sözleşmeleri, bugünkü koşullarda derin bir piyasa oluşturmazlar. Bu nedenle kurulacak taklidi borsada standartlaştırılması düşünülen vadeleri IMM'ye benzetmeye çalışmak hatalıdır. Türkiye'ye özgü standart vadeler seçilmelidir. Öncü bankanın seçtiği vadeler ise önümüzdeki tek aylardan (Ocak, Mart, Mayıs, Temmuz, Eylül, Kasım) en yakın üç tanesinin üçüncü cumartesisinden önceki çarşamba günüdür.

Futures sözleşmelerinin vadeleri bu şekilde standartlaştırıldığında, tek sayılı bir ayın ortasına gelindiğinde (örneğin Ocak'ın 15'i gibi) müşterilere Mart ve Mayıs sözleşmeleri, eğer çift sayılı bir ay ise (örneğin Şubat) o zaman Mart, Mayıs ve Temmuz sözleşmeleri sunulacaktır. Piyasa derinleştikçe de mevcut olan sözleşme sayısı arttırılabildiği gibi daha uzun vadeli sözleşmeler de talebe göre piyasaya sunulabilir.

iii. Teslimat şekli standarttır: Futures sözleşmeleri döviz/TL üzerine olduğundan teslimat döviz (\$ veya DEM) ve TL olacaktır. Müşteri eğer döviz futures sözleşmesi alıyorsa ve vadeye kadar pozisyonunu kapatmayıp teslimat talep ediyorsa, dövizini belirteceği bir bankaya ve lehdara ödettirecek, karşılığında TL'yi öncü bankanın Merkez Bankası hesaplarına ödeyecektir. Müşteri döviz futures sözleşmesi satıyorsa ve yine teslimat istiyorsa, dövizini öncü bankanın bildireceği muhabir hesabına gönderecek, TL'yi ise öncü banka, müşterisinin isteyeceği bankaya ödeyecektir.

Futures borsalarda sözleşmelerin %98'inden fazlası vade tarihinden önce kapanarak teslimata gidilmemekle birlikte teslimat, ayrı bir öneme sahiptir. Çünkü 17. yüzyıl sonlarına doğru Japonya'da ilk gerçek anlamda kurulmuş olan futures sözleşmesi borsası, teslimat olmayışından dolayı kapatılmıştır. Osaka şehrinde katı kurallar ve standartlaştırılmış anlaşmalarla resmi makamlarca kurulan Dojuma Pirinç Borsası, günümüzün modern futures borsalarının biri hariç tüm özelliklerine sahipti. Ulusal hükümet tarafından onaylanan borsada işlemler takas merkezinden geçiriliyordu, anlaşmalar standartlaştırılmıştı ve işlem kuralları çok iyi tanımlanmıştı. Borsanın günümüzdekilerden tek farkı teslimat yoktu. Bu durum otoriteler tarafından, yapılan işlemlerin kumardan farklı olmadığı şeklinde yorumlandı ve borsa kapatıldı.

iv. Futures sözleşmeleri organize borsalarda işlem görürler: Öncü bankanın vadeli işlem borsasını en rasyonel şekilde taklit etme amacıyla bu 4. madde için dikkat edilmesi gereken iki unsur vardır: Şeffaflık ve tekelleşmeme.

a) Şeffaflık: Müşteri, öncü bankaya nasıl ulaşılacağını (telefon, faks veya fiziksel olarak) ve kiminle muhatap olacağını bilmelidir. İşlemlerin ne zaman yapılacağını da bilmelidir. Bankalararası döviz/TL piyasası sabah 09:30'da açılmaktadır. 15:00 civarı o günkü valörlü işlemler biter, saat 17:00'ye kadar bir gün valörlü işlemler başlar. Bankalararası TL piyasasında ise piyasa genellikle saat 10:00 civarında açılır. Futures sözleşmeleri vadeli işlem olduğu için hem döviz/TL hem de TL piyasalarının açılmasını beklemek gereklidir. Buna karşın futures sözleşmeleri piyasasının saat 15:00'te yani o günkü valörle döviz/TL işlemlerinin bittiği saatte kapanmasına gerek yoktur. Ancak gün sonu işlemlerinden dolayı 17:00'ye kadar uzatmamak gereklidir. Öğlen tatilinde

piyasaların kapanmadığı düşünülürse öncü bankanın belirleyeceği işlem saatleri şöyle olabilecektir: Futures sözleşmeleri piyasası saat 10:00'da açılır, 16:00'da kapanır.

Yapılan işlemlerle ilgili bilgilerin erişime açık olması gerekir. Bu bilgiler en taze şekilde hem Reuters/Telerate gibi haberleşme sistemleri vasıtasıyla anons edilmeli hem de telefon ile ulaşan müşterilere bildirilmelidir. Bu bilgiler o anki fiyat, en son işlem gören fiyat, alım/satımın olduğu günün en yüksek ve en düşük fiyatları, işlem hacmi ve açık sözleşme sayısıdır (open interest). Öncü banka bu bilgilerin daha geniş bir kitleye ulaşabilmesi için yukarıdaki iki yöntemden başka, günlük bir gazete ile anlaşıp ekonomi sayfasında bu bilgileri reklam verir gibi bir gün öncesine ait olmak üzere yayımlattırabilir.

b) Tekelleşmeme: Öncü bankanın taklidi borsayı oluştururken tek başına olduğu için gerçek borsanın işleyişi ile ilgili iki noktaya soru işareti koymalıyız. Gerçek borsada bir çok katılımcının yüksek sesle arz ve taleplerini bildirmesi sonucu o an için denge fiyatı oluşur ve o anki arz ve talep karşılanır. Öncü banka müşterinin yönünü biliyorsa fiyatı saptayabilir, bilmiyorsa alış satış farkını genişletir veya piyasa dışı fiyat verebilir. Diğer ikinci nokta ise gerçek borsanın gerek kendi içindeki gerekse diğer resmi kuruluşlar tarafından yürütülen denetleme fonksiyonudur. Öncü banka taklidi borsayı kendi bünyesinde oluşturduğu için denetleme fonksiyonu tartışmaya açıktır. Öncü banka müşteri emrini o anki piyasa fiyatından daha kötü bir fiyattan gerçekleştirebilir veya müşteri adına gereğinden fazla işlem yapıp fazladan komisyon geliri elde edebilir veya müşterinin teminat için bulundurduğu varlıkları öncü banka kendi fonuna katıp kullanabilir. Bu ve benzeri faaliyetler denetlemeye tabi olmalıdır.

Sonuç olarak öncü banka hem piyasa yapıcısı (market maker) hem de piyasanın denetleyicisidir. Bu iki işlevin tek bir yapıda bulunması sakıncalı olmakla beraber kuralları biraz modifiye ederek biraz da olsa piyasa mekanizmasını işleterek bu sakıncalar minimuma indirilmeye çalışılacaktır.

Öncü banka müşteri fiyat istediği zaman alış satış olarak iki fiyat değil tek bir fiyat verecektir. Bu tek fiyattan müşteri alış da yapabilir satış da. Tek fiyat müşterinin

aleyhine olacak olan alış satış farkını geniş tutma sorununu ortadan kaldıracaktır. Fiyatın saptırılmış olması ihtimaline gelince eğer müşteri döviz ve TL faiz piyasalarına ve döviz/TL piyasalarına hem alış hem de satış yönünde erişimi kolay olan bir müşteri ise (örneğin banka) fiyatın öncü banka tarafından kasıtlı olarak saptırılması, arbitraj prensibi neticesinde engellenmiş olur. Yok eğer müşteri banka değil ve bu piyasalara erişimi kolay olmayan bir müşteri ise saptırılmış fiyatı beğenmeyip işlem yapmayacaktır. Bu durum ise öncü bankanın amacına ters düşmektedir. Öncü banka müşterisinin işlem yapmasına engel olmaya değil teşvik edici olmaya çalışacak, hizmetini sunacak, müşteri portföyünü artıracak ve komisyon geliri elde etmeye çalışacaktır.

Denetleme fonksiyonunun iki yönü vardır. Birincisi öncü bankanın müşterinin kredibilitelerini, riskini, açık pozisyonlarını denetlemesidir ki 'marjin' kısmında ele alınacaktır; ikincisi ise öncü bankanın denetlenmesidir. Müşteri fonlarının başka amaçlarla kullanılmasının, müşterinin piyasa şartlarından işlem yapmasının, gereksiz yere işlem yapmamasının ve benzeri hususların denetlenmesi gerekir. Gerçek borsada alıcılarla satıcıların buluştuğu noktada fiyat oluşur. Taklidi borsada ise öncü banka o anki piyasa şartlarına göre belli bir vade için belli şartlarla işlem yapılmak üzere vadeli kur tespit edip bu kuru müşterisine alım veya satım için teklif eder. Ancak müşteri o an için değil de fiyatlar belli bir seviyeye geldiği zaman gerçekleşmesi için bir emir vermek istediğinde, emrini, öncü bankanın yönlendirmesinde olmayan bazı kriterlere bağlaması uygun olacaktır. Örneğin müşteri TLFX ortalaması (\$/TL piyasasında en aktif on bankanın kotasyon verdiği Reuters sayfası), \$/DEM kuru, devir kurları vb. gibi bir kriter şu seviyeye geldiği zaman gerçekleştirilmek üzere şu fiyattan al veya sat diye emir verebilir. Böylece öncü bankanın kendi iradesi doğrultusunda belirleyeceği işlem fiyatlarına denetleme getirmiş olacaktır.

v. Takas merkezi gelecek sözleşmeleri piyasalarının işleyişi için zorunludur: Öncü bankanın geliştireceği taklidi borsada takas merkezi yine kendisi olacaktır. Her müşterinin her işlemde karşı taraf olacaktır; alıcıya satacak, satıcıdan alacaktır. Müşterinin kredibilitesi, taahhütünü yerine getirmeme riski takas merkezi konumunda olan öncü bankayı ilgilendirir. Müşterinin pozisyonunun, marjininin takip edilmesi öncü

bankanın sorumluluğundadır. Bir müşterinin taahhütlerini yerine getirmemesinin maddi sorumluluğu diğer müşterilere yansıtılamaz.

Gerçek borsada takas merkezi alıcı ile satıcının bulunduğu noktada devreye girer. Alıcı veya satıcı işlem yapmak istediği fiyatı yüksek sesle söyler; karşılığını veren kişi ile alım-satım gerçekleşir. Yani fiyat pazarlığı yapılır. Zaten başka bir şeyin pazarlığına gerek yoktur (vade, meblağ, teslimat şekli vs.). Çünkü fiyat dışındaki tüm faktörler sabittir, standartlaştırılmıştır. Her ne kadar alıcı ile satıcı fiyatta anlaşıp birbirleriyle işlem yapmış gibi gözükse de aslında alıcı da satıcı da takas merkezi ile işlem yapmış olur. Neticede takas merkezinin alım ve satımı bir birini dengeler ve takas merkezinin net pozisyonu her an için sıfırdır.

Öncü bankanın net pozisyonu her zaman sıfır değildir. Çünkü öncü banka gerçek borsanın takas merkezi gibi alıcı ile satıcının bulunduğu yerde ortaya çıkmaz. Alıcının da satıcının da muhatabı öncü bankanın kendisidir. Alıcı işlem yapmış olduğu anda öncü bankanın pozisyonu eksi, satıcı işlem yaptığında da öncü bankanın pozisyonu artı olur. Gerçek borsanın takas merkezinin net pozisyonu her an için sıfır olduğundan, çok istisnai durumlar hariç takas merkezinin kur riski yoktur. Ancak öncü bankanın takas merkezi alıcı ile satıcının arasında değil alıcının ve satıcının ayrı ayrı karşısında olduğundan kur riski problemi ile karşılaşmaktadır.

Bir müşterinin vadesine örneğin 83 gün kalmış tek sözleşmelik bir işlemin kur riskini yok ederken yurtdışı bankalarla 83 günlüğüne \$100.000 depo almak veya depo vermek veya diğer sabit getirili enstrümanları (fixed income securities) kullanmak hem meblağ çok küçük olduğundan hem de gün sayısı küsuratlı olduğundan her zaman için gerçekleştirilebilecek ve de piyasa fiyatlarıyla gerçekleştirilebilecek bir işlem değildir. Bu yüzden öncü banka fiyatlama yaparken ve kur riskini yok ederken meblağları ve vadeleri küsuratlı olan döviz ve TL fonlarını (artı veya eksi yönde) taklidi borsanın dışında kendi döviz ve TL fon yönetimi birimlerinin havuzlarına dahil edecek ve yönetimi bu birimler gerçekleştirecektir.

Özet olarak futures piyasalarının işleyişi için gerekli olan takas merkezini öncü banka kendisi oluşturacaktır. Müşterilerin yaptığı işlemlerin karşı tarafı öncü bankanın kendisi olduğu için Müşterilerinin vadeli pozisyonunun teminatı öncü banka olacaktır. Müşteri gözüyle bakıldığında güven unsuru mevcut olacak, müşterinin karşı tarafın kredibilitesine duyduğu güven, öncü bankaya duyduğu güven kadar olacaktır. Öncü bankanın alınmış veya satılmış sözleşme sayısı bakımından net pozisyonu sıfır olmayacaktır, ama taklidi borsanın kur riski açısından net pozisyonu sıfır olacaktır.

vi. Marjin ve günlük mutabakat: Son bir yıl için Merkez Bankası \$ ve DEM satış kurlarının günlük değişim miktarlarının mutlak değerine bakıldığında ortalamanın \$/TL için %0.39, DEM/TL için %0.32 olduğu görülmektedir. Bu durumda marjinin kritik seviyesinin 800\$ ($2 \times 0.39 \times 100,000 \cong 800$) olarak seçilmesinde bir sakınca yoktur. Müşterinin marjini bu seviyenin altına düştüğü zaman öncü banka kendisinden ilave marjin ister. İlk açılış marjini biraz daha yüksek tutulmalı ki çok sayıda ve sürekli marjin istemeler ile işlemler hantallaşmasın.

Marjin ve günlük mutabakat için öncü bankanın koyacağı kurallar şu şekilde sıralanabilir:

- a) Sözleşme başına ilk marjin (initial margin) ister alınmış ister satılmış olsun 1250\$'dır.
- b) Marjin hesabı öncü bankanın kullanımındadır. Müşteri marjin hesabına ya ekleme yapabilir ya da günlük mutabakat sonucu kaydi kar olup öncü banka tarafından marjin hesabına alacak geçildiğinde 1250\$'ın üstünde kalan miktarı alabilir.
- c) Marjin hesabı sözleşme başına 800\$'ın altına düşerse, müşteriden hesabını 1250\$'a tamamlaması (maintenance margin) istenir.
- d) Müşterinin aynı vade için aynı döviz cinsinden alınmış ve satılmış sözleşmeleri birbirlerinin kur riskini elimine ederler. Marjine ihtiyaç yoktur. Döviz cinsleri farklı iki sözleşmesin biri alınmış diğeri satılmış bile olsa sözleşme başına talep edilen marjin miktarları yine aynı kalır. Aynı döviz cinsinden fakat farklı vadede iki sözleşmenin biri alınmış diğeri satılmış ise ilk marjin 700\$, tamamlama marjini isteme seviyesi ise 500\$'dır.

e) Öncü banka marjin olarak sadece \$ ister ve açılan marjin hesabı her gün hareket görebileceğinden vadesiz hesap olarak kabul edilir ve faiz verilmez. Müşteri isterse marjin olarak \$ bazlı Türkiye veya Amerikan hükümetinin hazine bonusu ve tahvillerini kullanabilir.

vii. Sözleşme başına belli bir komisyon ödenir: Gerçek borsada yapılan işlemlerde müşteri sözleşme başına belli bir komisyon öder. Bu komisyonun bir kısmı aracı kurumun karı, bir kısmı aracı kurumun takas üyesine yani işlemleri borsadan geçirip kayıtlara sokan üyeye ödenen takas ücreti ve bir kısmı da tüm işlem yapan kişiler tarafından borsanın kendisine ödenen ücrettir. Yani ödenen komisyon zorunlu masraf ile aracının karından oluşur.

Taklidi borsada ise müşteri işlem yaptığı zaman öncü banka o anki piyasadan anında tersini yapıp kur riskini ortadan kaldırmak istediğinde hem piyasanın çift yönlü fiyatlarıyla (döviz/TL alış-satış fiyatları, döviz ve TL depo alıp verme faizleri) karşılaşır, hem de yaptığı işlemler KGV, BSMV ve gelir vergisine tabi olacaktır. Bu yüzden öncü bankanın işlemler için talep edeceği komisyon, bu giderleri ve tek bir fiyat vermenin maliyetini karşılamak amacıyla. Öncü banka, bu vergilerle karşılaşmamak için cari piyasalara gitmeyecek, açık sözleşmesini bankalararası taklidi borsada kapatmaya çalışacak ve çok büyük miktarda komisyon indirimine gidebilecektir.

Öncü bankanın komisyon oranlarını aşağıya çekebilmek için müşterilerin kendi üzerine attıkları pozisyonları yine borsada kapatabilmesi için borsanın çok derinlik kazanması lazımdır. Borsanın derinlik kazanması için de komisyon oranlarının düşük tutulması lazımdır. Komisyon düşmesi ve borsanın derinlik kazanması, birbirini destekleyen konulardır. Öncü bankanın izlemesi gereken strateji, belli dönemlerde belli süreler için biraz kur riski taşımakla beraber düşük komisyon uygulayıp taklidi borsanın derinlik kazanmasını sağlamaktır. Borsa derinlik kazandıkça öncü bankanın hem taşıdığı kur riski azalacak hem de komisyon gelirleri artacaktır.

Osaka Borsasındaki gibi teslimat yasağı yerine teslimat komisyonu uygulanması daha uygundur. Müşterinin teslimat hakkı saklı kalacak, isterse komisyon isteyip teslimat

isteyecektir. Teslimat komisyonu uygulamasından ötürü de öncü banka bilecektir ki müşteri zorunlu olmadıkça teslimat istemeyip, pozisyonu vade tarihinde veya daha önceden kapatacaktır. Teslimat komisyonu olarak %0.5 uygulanacaktır (GÜVEN,1994).

Öncü bankayı futures sözleşmeleri taklidi borsasını oluşturma yolunda bekleyen 4 aşama vardır: Sistemi geliştirmek, işlemleri pazarlamak, işlemleri yapmak ve işlemleri muhasebeleştirmek. Bu bölümde öncü bankanın sistemi nasıl kuracağı, sistemin kuralları, işlemin nasıl yapılacağı, kur riski incelendi. İşlemlerin muhasebesi konusu ise TCMB'nin 15 Haziran 1993'te önerilerini almak için bankalara gönderdiği yazının sonuçları ile aydınlığa kavuşacaktır. Geriye kalan aşama ise işlemlerin pazarlanmasıdır. Öncü bankanın pazarlama konusunda avantajlı olduğu durum, piyasada türev enstrümanlara her geçen gün talebin artmasıdır. Öncü banka buraya kadar tartışılan sistemi anlatıp ve kuralları içeren yazılı bir metni anlaşma şeklinde hazırlayıp işlem yapacak müşterilere imzalatmalıdır.

3.6. Altın Futures Borsası

Türkiye'nin ilk vadeli işlemler piyasası “ İstanbul Altın Borsası (İAB) Altına Dayalı Vadeli İşlemler Piyasası”, 15 Ağustos 1997'de hizmete girmiştir. Vadeli İşlemler Piyasası, kuyumculuk sektörüne, Türk finans piyasasına, kurumsal yatırımcılara ve küçük yatırımcılara risk korunmasından yatırıma kadar çeşitli çağdaş yenilikler sunmaktadır.

İAB Altına Dayalı Vadeli İşlemler Piyasası'na bugüne kadar 30 üye kabul edilirken bunlardan 17'sini bankalar, 3'nü İMKB aracı kuruluşları, 7'sini yetkili müesseseler (döviz büfeleri) ve 3'ünü de kıymetli maden aracı kurumları oluşturuyor.

3.6.1. Sözleşme Vadeleri ve Büyüklüğü

Vadeli İşlemler Piyasası spot piyasanın açık olduğu günlerde 11.00-16.00 saatleri arasında faaliyet göstermektedir. Piyasada işlem yapılabilecek vadeler, Eylül'den

başlamak üzere TL/gr sözleşmeleri için altı aya kadar Kasım, Aralık, Ocak, Şubat, Mart, Nisan ayları olarak; \$/Ons sözleşmeleri için oniki aya kadar Kasım'dan Kasım'a her ay için tesbit edildi. Sözleşme büyüklüğü 3 Kg altındır. 97 Ekim ortasına kadar İstanbul Altın Borsasında spot piyasada açıldığından bu yana 515 işlem gününde 5.2 milyar dolar karşılığı 437 bin 387 Kg altının işlem gördüğü bildirilmiştir. Vadeli piyasada ise aynı tarihe kadar açıldığından bu yana 9 milyon dolar karşılığı 288 adet sözleşme işlem görmüştür.

3.6.2. Cazip Bir Pazar

Vadeli işlemler piyasalarının spot piyasalara göre daha düşük işlem maliyeti, yüksek likidite ve daha kolay açığa satış gibi önemli avantajlara da sahip olduğuna işaret edilmektedir. Bu açıdan Altına Dayalı Vadeli İşlemler Piyasası'nın yatırım fonu ve portföy yönetimi açısından Türkiye'de mevcut yatırım araçları yelpazesinde cazip bir alternatif sunduğu ifade edilmektedir. Ayrıca söz konusu piyasanın bu alandaki en büyük iki piyasa olan Newyork (Nymex) ile Tokyo (Tocom) arasında benzer piyasa ve işlem esasları ile coğrafi konumundan kaynaklanan zaman avantajı ile yeni bir finansal cazibe merkezi olacağı vurgulanmaktadır.

3.7. Endeks Futures Piyasaları

Bir ülkede, vadeli işlemler piyasasının kurulmasının şartlarından daha önce bahsedilmişti. Sermaye piyasası araçlarına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin içinde, bahsedilen bu şartlardan ilk ikisine yani piyasada birbirinden farklı beklentilerin bulunması ve spot piyasanın olabildiğince şeffaf, kamunun aydınlatılmasının etkin olması ve sözleşme konusu malın standart ve bol olması şartlarına sahip olan tek araç hisse senetleri gibi gözükmektedir. Çünkü hisse senedi piyasasında, ilk yılların aksine, birbirinden farklı beklentilere sahip farklı yapıda birçok kişisel ve kurumsal yatırımcı mevcuttur. Dünya ülkelerinde olduğu gibi Türkiye'de de borsa üzerine yapılan araştırmalar ve anketler, farklı beklenti, risk anlayışı ve mali güce sahip kişisel ve kurumsal yatırımcıların varlığını ortaya koymuştur. Hisse senedi piyasasında ikinci şart

olan kamuyu aydınlatmanın etkinliğinin varlığı tam olarak söylenememektedir. Ancak, kamuyu aydınlatmaya ilişkin olarak yapılan düzenlemeler çerçevesinde yurtdışındaki kadar olmasa bile belli bir gelişme kaydedildiği ileri sürülebilir.

Belirgin bir fiyat riskinin olması şartı da Türkiye’de sermaye piyasası araçlarından olan hisse senetleri açısından sağlanmaktadır. Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü diğer ülkelerde, özellikle A.B.D ve Avrupa ülkelerinde, enflasyon ve reel faiz düşük ve istikrarlı olduğundan, Türkiye’de kurulacak piyasanın bu yönden bir farkı olacaktır. Zira, Türkiye’de aylık enflasyon rakamları ve reel faizler oldukça yüksek ve dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu durum, hisse senedi fiyatları yoluyla endekse de yansımaktadır. Bu nedenle, İMKB’nda, fiyat belirsizliği dolayısıyla fiyat riski önemli boyutlara ulaşmaktadır. Reel faizlerdeki ve şirket karlarındaki dalgalanmalar da endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin kurumsal fiyatının hesaplanmasında sorunlar ortaya çıkaracaktır. Zira faiz ve temettü oranı kurumsal fiyatın iki önemli değişkenidir. Bundan dolayı, işlem yapacak yatırımcı grupların özellikle reel getirileri dikkate almaları oldukça zor olacaktır.

Özellikle ilk yıllara nazaran İMKB endeksindeki dalgalanma azalmış olmakla birlikte, gelişmiş piyasa endekslerinin dalgalanması ile karşılaştırıldığında İMKB endeksinin dalgalanmasının yüksekliği göze çarpmaktadır. Yapılan bir çalışmada; İMKB endeksinin dalgalanması S&P 500 endeksinin dalgalanmasıyla karşılaştırılmıştır. Bu çalışmada, 01.08.1993 - 27.12.1993 tarihleri arasındaki veriler kullanılmıştır. İMKB endeks dalgalanması dönem sonunda hızlı bir biçimde 20 değerine (%20) düşmekle beraber, dönemin büyük bölümünde 25 düzeyinde kalmıştır. Trend çizgisi de ortalama 24 düzeyinde bir dalgalanma göstermiştir. Buna karşın, S&P 500 endeksinin dalgalanması aynı dönemde 5 ve 8 değerleri arasında değişmektedir. Ortalama trend değeri ise 7 dolayında kalmıştır. Bu durumda, İMKB endeksinin S&P 500 endeksinden yaklaşık 3.5 kat daha dalgalı olduğu ortaya çıkmaktadır. Söz konusu durum sırasıyla Şekil 3.1 ve Şekil 3.2’de yer almaktadır.

Fiyatların dalgalanması, fiyat riskinden korunma gereksinimini artırmaktadır. Ancak, bu dalgalanmaların yüksekliği, baz’ın da dalgalanmasını artırmakta ve endekse dayalı

Şekil 3.1. İMKB endeksinin değişkenliği

Şekil 3.2. S&P 500 endeksinin değişkenliği

vadeli işlem sözleşmeleriyle alım satımını yapacak yatırımcı grupların, özellikle korunma sağlamak isteyen kurumsal yatırımcıların, bu durumları göz önünde bulundurması gerekecektir.

Dördüncü şart, derinliği fazla olan bir spot piyasadır. İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin derinliği ilk yıllardakinin aksine son yıllarda oldukça artmıştır. Özellikle, ELİT sisteminin tüm hisse senetlerinde devreye girmesi, hisse senedi ve nakit takas işlemlerinde (T 2) sisteminin getirilmesi ve günde iki seans uygulamasıyla işlem saatlerinin uzaması sonucu işlem hacminde ve genel derinlikte bir artış görülmektedir. Türkiye’de endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerini yapacak yatırımcılar dört ayrı grupta incelenebilir.

3.7.1. Yatırımcı Gruplarının Özellikleri

Türkiye’de vadeli işlemler piyasaları henüz kurulmamış olmasına rağmen, Türkiye’de yerleşik yatırımcılar bu piyasalara yabancı değildir. Özellikle yabancı sermayeli şirketler ve bankalar, yabancı yatırımcılarla çalışan aracı kuruluşlar ile yurtdışı işlemleri nedeniyle döviz kuru riskine maruz kalan şirketler hem riskten korunmak hem de spekülasyon kar sağlamak amacıyla yurtdışı vadeli işlem borsalarında işlem yapmaktadır. Yabancı sermayeli bir yatırım bankasının yapmış olduğu bir araştırmaya göre, Türkiye’nin toplam işlem hacmi yıllık 3.000-4.000 sözleşme arasında olmaktadır. Bu rakama Türk şirketlerinin yurtdışındaki iştirakleri ve acentaları vasıtasıyla yaptıkları işlemler dahil değildir. Bunların yanı sıra yabancı aracı kurumların Türkiye’de açmış oldukları irtibat büroları ile yurtdışı vadeli işlemler piyasalarında işlem yapan kişisel yatırımcıların sayısı da artış göstermektedir.

Yabancı piyasalarda işlem yapan söz konusu grupların belirli bir bilgi ve tecrübe birikimi söz konusudur. Ayrıca, ülkemizde son yıllarda yoğun olarak kullanılan yatırım seçeneklerinden olan repo ve ters repo işlemleri, işleyişi ve sözleşme şartları itibarıyla aslında birer vadeli işlemidir. Repo sözleşmeleri nitelikleri itibarıyla vadeli işlem sözleşmelerine benzemektedir. İMKB bünyesinde kurulu olan ve 17.02.1993 tarihinden

itibaren faaliyete geçen Repo-Ters Repo Piyasasının işleyişi vadeli işlemler piyasalarının işleyişi ile benzerlikler göstermektedir. Bu nedenle, özellikle bu piyasada işlem yapan aracı kuruluşların belirli bir işlem tecrübesi oluşmuş durumdadır.

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

3.7.1.1. Kişisel Yatırımcılar

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

Ülkemizde kredi ile hisse senedi alımı gittikçe yaygınlaşan bir uygulamadır. Aracı kuruluşların sağladığı kredi sayesinde, yatırımcılar kredili işlemin sağladığı yüksek kaldıraç imkanlarını kullanarak kar-zarar profillerini genişletmektedirler. Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri de işleyiş bakımından pek fazla fark arzetmemektedir. Sözleşme bedelinin düşük bir yüzdesini ödeyerek ileride oluşacak fiyat hareketlerinden kar elde etme işlemi, kredili menkul kıymet işlemine eşdeğer bir yapıdadır. Kredili işlemde amaç spekülatif fiyat artış olasılığı yüksek birkaç hisse senedine yatırım yapmak olsa da, genel olarak endekste de bu tür yükselişler olmaktadır. Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmesi piyasasında uzun pozisyon alarak, endekste ki yükselişten faydalanmayı düşünen yatırımcıların işlemleri böylece belirli kurallara bağlı kalacak, teminat sistemi sayesinde yatırımcıların mali kaynaklarının yetersiz kalacağı risklere girmesi engellenecektir. Böylece, hem spot hem de vadeli piyasa için sağlıklı bir kredi kullanma sistemi ortaya çıkacaktır.

3.7.1.2. Yerli ve Yabancı Kurumsal Yatırımcılar

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

Kurumsal yatırımcıların hisse senedi piyasasına girmelerinin yapacağı olumlu etkilerden bir tanesi de spekülörlerin yarattığı dalgalanmaları yok etmeleridir. Genellikle uzun vadeli yatırım yapan bu kuruluşlar piyasada pazar-oluşturuculuğu görevi üstlenirler. Daha önceki bölümde de yer aldığı gibi gelişmiş piyasalarda kurumsal yatırımcıların etkinliği ve işlevi çok önemlidir. Piyasaların gelişmişlik göstergelerinden en önemlilerinden biri de kurumsal yatırımcıların ağırlığıdır. Bu nedenle, İMKB'nin etkinliğinin artırılması ve piyasanın gelişmiş bir piyasa haline gelebilmesi için kurumsal yatırımcıları hisse senedi piyasasına çekecek unsurlar ve kolaylıkların varlığı büyük önem arz etmektedir.

Spot piyasada derinliğin sağlanması amacıyla piyasaya girmeleri için çeşitli teşvik unsurları ortaya konan yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri ve emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcıların spot piyasada işlem yapmamalarının önemli nedenlerinden biri portföyelerine dahil edecekleri hisse senetlerinin, portföyün riskini artırıcı yönde etki yapacak olmasıdır. Zira, aşırı fiyat dalgalanmaları portföy değerlerinde istemeyen dalgalanmalara yol açabilecek niteliktedir. Bugüne kadar, Türkiye'de kurumsal yatırımcıları hisse senedi piyasasına çekmeye çalışan, başta vergi avantajı olmak üzere, değişik teşvikler piyasanın mevcut risklerini göze almayı gerektirecek nitelikte olamamıştır. Özellikle yatırım fonları ve ortaklıklarına sağlanan

çok büyük avantajlar bile iç tüzüklerinde sınırlama olmayan kurumsal yatırımcıları hisse senedi piyasasına çekememiştir.

Hayat sigortası şirketleri ve emeklilik fonları gibi, hisse senetleri piyasasına hemen hiç girmemiş olan kurumsal nitelikteki yatırımcıların ortak özelliği bilançolarında uzun vadeli yükümlülüklerinin olmasıdır. Türkiye’de sermaye piyasası araçlarının hisse senetleri hariç hemen hepsi kısa vadeli ve sabit getirili araçlardır. Bu nedenle, anılan şirketler aktif-pasif yönetimi açısından vade uyumsuzlukları ile karşı karşıya kalmaktadır. Ekonomik istikrarsızlıklar nedeniyle güven unsurunun ön plana çıkmasından doğan bu dengesizlik, bu kurumların sürekli kısa vadeli çalışmalarına, dolayısıyla kısa vadeli ekonomik değişim risklerine maruz kalmalarına neden olmaktadır. Uzun vadede yüksek getiri sağlayan hisse senetleri ise, ekonomideki belirsizliklerden doğan kısa vadeli pozisyon tutma kaygısı nedeniyle, bu kurumlara riskli gelmektedir. Zira, ödeme dönemlerinde portföyün kısmen nakde çevrilmesi zararın realize edilmesi zorunluluğunu gündeme getirmektedir. Endeksin ve içerdiği hisse senetlerinin büyük dalgalanmalar gösterebildiği İMKB’nda bu kuruluşlar likidite ve fiyat riskine yakalanmamak için portföylerinde ya hisse senedi bulundurmamakta ya da çok az bir miktarda bulundurmaktadırlar. Bu yapıda portföy yönetimi, kurumsal portföyün riskiyle birlikte getirisini de azaltmaktadır. Örneğin, Türkiye’deki 26 hayat sigortası şirketinden yalnızca 12’si 1993 yılında enflasyon oranının üstünde kar payı dağıtabilmişlerdir. Oysa, bu dönemde sadece sabit getirili araçlara yatırım yapılsaydı bile, enflasyon oranının üstünde kar payı dağıtılabilirdi. Bu nedenle, sigorta şirketlerinde poliçe sahiplerini tatmin edecek kadar iyi bir fon yönetiminden bahsetmek mümkün olamamaktadır. Sigorta şirketlerinin fon yönetiminden elde edilen kar paylarının ortalama %95’inin poliçe sahiplerine dağıtıldığı düşünüldüğünde, bu derece düşük bir portföy getirisinin uzun vadeli fon arzını da olumsuz etkileyeceği açıktır.

Kurumsal yatırımcılar ve uzun vadeli düşünen büyük portföy sahibi kişisel yatırımcılar, endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleriyle yapılan portföy yönetim tekniklerini kullanarak yönettikleri portföyleri aşırı riskten koruyabilmenin yanında, portföy sigortası gibi tekniklerle belirli risk seviyesinde daha iyi bir getiri de elde edebilirler. Bu nedenle, endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri, Türkiye’de eksikliği hissedilen

kurumsal yatırımcıların hisse senedi tutma riskinden çekinmeden portföylerine hisse senedi almalarını ve uzun vadede bu hisse senetlerini portföylerinde tutarak portföy getirilerini artırmalarını sağlayacaktır. Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri sayesinde çeşitlendirme yaptığı ölçüde portföy karını garanti altına alabilen veya zararını sınırlayabilen, başta yatırım fonları ve ortaklıkları olmak üzere diğer kurumsal yatırımcıların çekinmeden yoğun miktarda hisse senedi almaları İMKB’nda derinliğin artmasına, piyasanın gelişmişlik ve etkinlik seviyesinin yükselmesine neden olacaktır.

Ayrıca, sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde olduğu gibi, önümüzdeki dönemlerde kişisel yatırımcıların tercihi portföylerinin yönetimini portföy yönetim şirketlerindeki ve portföy yöneticiliği yetki belgesine sahip aracı kuruluşlardaki uzman kişilere bırakmak olacağı için birbirine benzer risk anlayışı ve tercihlere sahip yatırımcılar için oluşturulan portföylerin korunmasında artan bir şekilde endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri kullanılacaktır. Bu süreç, spekülasyon değil gerçek anlamda uzun vadeli yatırım yapma düşüncesindeki yatırımcıların büyük tutarlara ulaşan fonlarının spot ve vadeli işlemler piyasalarına girmesine yol açacaktır.

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

Bazı yabancı kurumsal yatırımcılar Türkiye riski almak istemekle birlikte, hisse senedi riski almak istememektedir. Ayrıca, yatırımlarını tek tek hisse senetleri yerine, gelişen piyasaya yapmak isteyen yabancı kurumsal yatırımcıların Türkiye’de maruz kaldıkları en önemli risklerden biri de kur (*devalüasyon*) riski yani milli paraların yatırım yaptıkları ülke parasına göre değer kazanma riskidir. Türkiye’de yabancı kurumsal yatırımcıları kur riskinden koruyacak gelişmiş araçlar ve piyasalar mevcut değildir. Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerini satın almak, maliyet ve kontrol açısından endeksi taklit edecek genişlikte hisse senedinden oluşan bir portföy oluşturmaya göre

daha ucuz ve kolaydır. Ayrıca bu sözleşmeler iyi çeşitlendirilmiş bir portföyden daha az maliyetli ve daha fazla etkin korunma sağlar. Dolayısıyla, endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin alım satımını yapacak olan yabancı kurumsal yatırımcılar Türkiye’de üstlendikleri toplam riskin belirgin bir bölümünden, özellikle sistematik riskten korunmuş olurlar.

Açığa korumanın yanında, uzun korunma isteyen yerli ve yabancı kurumsal yatırımcıların tercihi de endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerini satın almak olacaktır. Zira, endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri ileride elde edilecek nakit girişlerini şimdiden kullanabilmek açısından yararlı olmaktadır. Yabancı kurumsal yatırımcıların fon girişleri üç aylık ya da yıllık olmaktadır. İlerideki nakit girişini Türk hisse senetlerine yatırmayı düşünen ancak nakit girişi tarihine kadar hisse senetlerinin fiyatlarının yükselmesinden çekinen kurumsal portföy yöneticisi ucuz bir maliyetle endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerini satın alarak fiyat artış riskinden korunabilir.

Piyasanın belirli bir yönde hareket etmesi ihtimaline karşı tedbir almak isteyen veya bu hareketten kazanç sağlamak isteyen yerli kurumsal yatırımcılar gibi yabancı kurumsal yatırımcılar da endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerini kullanabilirler. Yükselen piyasadan yararlanmanın bir yöntemi piyasadan daha hızlı yükselen yani beta katsayısı 1’in üzerinde olan hisse senetlerini satın almaktır. Kurumsal yatırımcıların portföy tutarları çok büyük olduğu için portföy bileşiminin değiştirilmesi spot piyasada dalgalanmalara yol açabilmekte ve istenilen nitelikte hisse senedini istenilen fiyatta bulmak zor olabilmektedir. Bu nedenle, endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri portföyün beta katsayısını artırıp, azaltmakta etkin ve ucuz bir yöntem sunarlar. Kendi ülkelerinde portföylerini bu şekilde yöneten ve/veya koruyan yabancı kurumsal yatırımcılar için endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri ülkemizde çok rağbet edecekleri bir araç olacaktır.

Yurtdışında yaşanmış tecrübeler, işlem hacmi yoğunluğunun, spot piyasa işlemlerine göre daha likit ve ucuz olan vadeli işlemlere kayabileceğini göstermiştir. Spot piyasadaki dalgalanmalar nedeniyle hisse senedi yatırımı yapmaktan çekinen kurumsal yatırımcılar, vadeli işlem piyasası sayesinde fiyat riskinden korunabilecekleri için hem

spot piyasada hem de vadeli işlemler piyasasında alım satım yaparak her iki piyasadaki derinliği artıracaklardır.

3.7.1.3. Sözleşme Yapılması Aracılığına Yetkili Kuruluşlar

Bu grup, kendi adına yapacağı işlemlerle piyasaya girmek isteyebilmektedir. Arbitraj karı sağlamaya yönelik kısa vadeli işlemler yaparak pazar-oluşturuculuk görevi üstlenebilecek olan bu grup piyasaya aynı zamanda derinlik de sağlayacaktır.

Anılan tecrübeler ve endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerini kullanabilecek yatırımcı kitlesinin varlığı vadeli işlemler piyasasına talebin yoğun olabileceğini göstermektedir. Ayrıca, söz konusu yatırımcı grupların gelecek yıllarda yurtdışı vadeli işlem borsalarına yönelebilecek talepleri nedeniyle özellikle yurtdışına büyük tutarda döviz çıkışı söz konusu olabilecektir. Bu tür bir gelişme, boyutları oranında döviz kaybına yol açabilmektedir. Ülkemizde kurulacak olan endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin yapılacağı piyasanın özellikle gelecek dönemlerde artan taleple birlikte döviz tasarrufu sağlayıcı yönü daha da belirginleşecektir.

3.7.2. Hukuki Çerçeve

3.7.2.1. Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmesi

3794 sayılı Kanun'la değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (S.P.Kn.) 22'nci maddesinde S.P.Kr'nun başlıca görev ve yetkileri belirlenmiştir. Maddenin j bendinde yer alan;

“Finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mal ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi ile münhasıran bu sözleşmelerin işlem göreceği borsalarda çalışacak kurumların kuruluş, faaliyet ilke ve esasları ile yükümlülüklerini düzenlemek, izlemek ve denetlemek,“ görevi ve yetkisi S.P.Kr.’nun görev ve yetkileri arasında sayılmıştır. Söz konusu yetkinin açıklığa kavuşturulabilmesi için, öncelikle, endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin S.P.Kn.’nun 3’üncü maddesinde tanımlanan sermaye piyasası araçlarının özellikleri çerçevesinde incelenmesi gerekmektedir.

S.P.Kn.’nun 3-b maddesinde sermaye piyasası araçları; menkul kıymetler ve *diğer sermaye piyasası araçları* olarak tanımlanmıştır. Aynı maddede, menkul kıymetler:

“Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve *şartları Kurul’ca belirlenen* kıymetli evraktır.”

şeklinde tanımlanmakta, diğer sermaye piyasası araçları ise menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurul’ca belirlenen evrak olarak ifade edilmektedir.

Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri ortaklık veya maddede kastedilen anlamda alacaklılık sağlamamaktadır. Sabit sözleşme çarpanı dışında, temsil ettiği meblağ belli bir değer olmayıp dayandığı endeksin hareketiyle değerini bulmaktadır. Bir başka deyişle, bu sözleşmelerin gerçek anlamda itibari değeri bulunmamaktadır. Endekse dahil hisse senetlerinin temettü ödemeleri söz konusu olmakla birlikte bu ödemeler sözleşmeden bağımsız olmakta ve sözleşmeye ilişkin bir getiri oluşturmamaktadır. Tahmin edilen temettü ödemeleri sadece sözleşmenin kuramsal fiyatının hesaplanmasında dikkate alınmaktadır. Bu durumda da dönemsel gelirden bahsetmek mümkün olmamaktadır. Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri herhangi bir ihraççı tarafından çıkarılmamaktadır. Üyelerin Takas Merkezi bünyesinde kendi aralarında yaptıkları ve günün koşullarına göre fiyatını belirledikleri bu sözleşmelerin seri halinde ve misli olarak çıkarımı da söz konusu değildir.

Bu durumda, yurtdışı uygulamalarında da menkul kıymet olarak değerlendirilmeyen endekse dayalı vadeli işlem sözleşmesi, S.P.Kn.'nun 3/b maddesindeki yedi belirgin özellik dahilinde menkul kıymet olarak tanımlanamamaktadır. Ancak aynı madde S.P.Kr.'na menkul kıymet şartlarını belirleme yetkisi de vermektedir. Bu yetkinin amacı, S.P.Kr.'nun piyasadaki ve ekonomideki gelişmeleri ve diğer düzenlemeleri dikkate alarak yedi özelliğe tam olarak uymayan bazı kıymetli evrakı menkul kıymet olarak tanımlamasını sağlamaktır.

3.7.2.2. Sözleşmelerin Yapılacağı Borsalar

06.10.1983 tarihli ve 18173 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname"nin (KHK/91) 2'nci maddesinin 1. bendinde Türkiye'de kurulmuş ve kurulacak menkul kıymet borsalarının KHK/91 hükümlerine tabi olduğu belirtilmiş ve menkul kıymet borsalarının düzenlenmesine ilişkin çeşitli maddelerinde (madde 4,9-12) S.P.Kr.'nun düzenlemeler yapmaya yetkili olduğu vurgulanmıştır.

S.P.Kn.'nun 40/1 maddesinde; sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsalar, *özel kanunlarında* yazılı esaslar çerçevesinde teşkilatlanarak, menkul kıymetlerin ve diğer sermaye piyasası araçlarının güven ve istikrar içinde, serbest rekabet şartları altında kolayca alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmekle yetkili olarak kurulan kamu tüzel kişiliğini haiz kurumlar olarak tanımlanmıştır. Aynı maddenin üçüncü fıkrasında S.P.Kr.'nun, sermaye piyasası araçlarının alım ve satımının yapıldığı *diğer teşkilatlanmış piyasaların* kuruluşuna ve bunların güven, açıklık ve kararlılık içinde faaliyet göstermelerinin sağlanmasına ilişkin düzenlemeler yapmaya yetkili olduğu ifade edilmiştir.

27.03.1992 tarih ve 64 sayılı "Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değişiklik yapılmasına, ... dair Kanun Gerekçesi'nin madde gerekçeleri bölümünde "teşkilatlanmış diğer piyasalar" teriminin, ABD'deki 'over-the-counter' piyasaların yerine kullanıldığı anlaşılmaktadır. NASDAQ gibi, aracı kurum birlikleri tarafından kurulmuş ve tamamen

bilgisayarlı sistemlere dayalı olarak faaliyet gösteren bu piyasalar kendi işlem kurallarını ve faaliyet esaslarını kendileri belirlerler. Bu nedenle, bu piyasaların kamu tüzel kişiliği hüviyeti bulunmamaktadır.

Ülkemizde kurulacak olan endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin yapılacağı piyasa için “over-the-counter” şeklinde bir yapılanma tercih edildiğinde, S.P.Kn. 40/3 maddesi uyarınca düzenleyici otoritenin S.P.Kr. olacağı açıktır.

Diğer taraftan, KHK/91’de sadece menkul kıymetler borsaları düzenlendiği ve endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri menkul kıymet olarak değerlendirilemeyeceği için kurulacak vadeli işlemler borsasının tüzel kişiliği haiz kamu kurumu şeklinde kurulması düşünüldüğünde, bu sözleşmelerin yapılacağı borsaların kurulması, kuruluş ve çalışma esaslarının belirlenmesi için S.P.Kn. 40/1 maddesi uyarınca, özel bir kanuna ihtiyaç vardır.

Bilindiği gibi, itibari değeri olmadığı için S.P.Kn.’ndaki tanımı gereği menkul kıymet özelliklerini taşımayan A tipi yatırım fonu katılma belgeleri, S.P.Kr.’nun Seri:VII,No:2 “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar” tebliğinin 19’ncu maddesine Seri:VII, No:4 tebliğle eklenen cümle ile S.P.Kr. tarafından menkul kıymet olarak nitelendirilerek İMKB’de işlem görmeleri sağlanmıştır. Yukarıdaki değerlendirmeler ve endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin diğer sermaye piyasası aracı olarak tanımlanması durumunda ortaya çıkacak hukuki sorunlar dikkate alındığında, endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin de S.P.Kr. tarafından menkul kıymet olarak tanımlanması ve şartlarının belirlenmesi gerektiği düşünülmektedir. Böylece bu sözleşmeler yeni bir borsa yapılanmasına gerek olmadan, Türkiye’de faaliyette bulunan tek menkul kıymet borsası olan İMKB bünyesinde kurulabilecek vadeli işlemler piyasasında işlem görebilecek ve yukarıdaki paragraflarda anlatılan kapsamlı hukuki düzenlemelere gerek kalmayacaktır (ERGİNCAN, 1996:93-104).

3.7.3. Gerekli Teknik Çalışmalar

Vadeli işlemlerin kaldıraç etkisi karlılığı artırdığı gibi riski de önemli ölçüde artırmaktadır. İMKB bünyesinde vadeli işlemler piyasasını kurmanın en önemli nedenlerinden biri de aracı kuruluşların spot işlemlerinin yanı sıra vadeli işlem pozisyonlarının gözetim ve denetiminin kolay ve etkin olacağıdır. Bu durumda, aracı kuruluşların spot ve vadeli işlemleri takip edilebilecek ve risk profilleri ortaya çıkabilecektir.

Ayrıca, vadeli işlemler piyasasının İMKB bünyesinde kurulmasının bir diğer avantajı, İMKB'de kurulu mevcut pazarlarda işlem yapma yetkisine sahip olan vadeli işlem yapmaya yetkili üyelerin mevcut pazarlardan kaynaklanan nakit alacak ve borçlarının vadeli işlemlerden kaynaklanan nakit alacak ve borçlarına mahsup kolaylığının sağlanmasıdır.

Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin yapılacağı borsanın İMKB bünyesinde kurulmuş olmasının uygun olduğu görüşüyle hisse senedi piyasasında aşağıdaki tedbirlerin alınması ve düzenlemelerin yapılması gerektiği düşünülmektedir:

- Kamuyu aydınlatma sürecinin hızlı ve doğru bir biçimde oluşması amacıyla gerekli tedbirlerin alınması,
- Insider trading ve manipülasyonları en azından yurtdışındaki seviyelere indirebilecek hukuki ve teknik tedbirlerin yoğunlaştırılması,
- Açığa satış, kredili menkul kıymet alımı ve menkul kıymetleri ödünç verme işlemlerinin sıkı bir şekilde izlenmesi ve denetlenmesi,
- Aracı kuruluşların spot piyasa işlemleri için uymak zorunda oldukları hesap, kayıt ve belge düzeninin yanında vadeli işlemler için de etkin bir hesap, kayıt ve belge düzeninin oluşturulup aracı kuruluşlar tarafından uygulanmasının sağlanması ve vadeli işlemlerin profilini yansıtacak muhasebe ve raporlama standartlarının geliştirilmesi,
- Spot piyasa işlemleri için bile oldukça düşük sayılabilecek sermayeye sahip aracı kurumların taahhütlerini yerine getirirken belirli dönemlerde sıkıntıya düşmeleri nedeniyle, aracı kurumlar için spot piyasadaki finansal sorunlarını ve vadeli işlemlerde üstlenecekleri riskleri de hesaba katacak şekilde oldukça kapsamlı sermaye yeterliliği koşullarının getirilmesi ve bu koşulların belirli dönemlerde güncelleştirilmesi,

- Vadeli işlem yapmaya yetkili kuruluşların gerek spot gerekse vadeli işlemlerini izleyecek ve yerinde ve zamanında müdahale edilmesini sağlayacak gelişmiş otomasyon sistemlerine dayalı etkin bir gözetim sisteminin geliştirilmesi,

öncelik kazanmaktadır. Vadeli işlemler piyasasının etkin çalışmasını sağlayacak olan bu tedbirler aslında spot piyasa için de çok büyük önem taşımaktadır. Bu tedbirlere ek olarak endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin vergisel boyutunun da irdelenmesi gerekmektedir. Zira vergi ciddi bir teşvik unsuru olarak kullanılabilir.

3.7.4. Hisse Senetleri Endeksine Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri Fiyatlaması

Gelişmiş ülke borsalarında endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin değerinin tespitinde iki farklı portföy yatırımının eşdeğer olma özelliğinden faydalanılmaktadır. Bahsi geçen portföylerden birincisi endeksi oluşturan varlıkların alımı ile oluşturulmakta, ikinci portföy ise endekse dayalı vadeli işlem sözleşmesi satın alımı ve endeks başlangıç değeri tutarında hazine bonosunu teminat olarak depo ederek oluşturulmaktadır.

Birinci portföyün vade sonundaki değeri endeksin vade sonundaki değeri ile endeks içindeki varlıklara ödenen temettü gelirlerinin toplamından oluşacaktır. İkinci portföyün vade sonundaki değeri ise endeksin vade sonundaki değeri ile sözleşme fiyatı arasındaki fark ve Hazine Bonosunun vade sonu değeri toplamından oluşacaktır. İkinci portföyde belirtilen Hazine Bonosunun tutarı sözleşme satın alındığı andaki endeks değeri kadar olacaktır. Bu nedenle Hazine Bonosunun vade sonu değeri endeks cinsinden tanımlanabilir. Diğer bir deyişle, Hazine Bonosunun vade sonu değeri endeks başlangıç değerinin Hazine Bonosuna ödenen faiz oranı ile çarpımı kadar olacaktır.

1. yöntem: dönem sonu endeks değeri + temettü miktarı
2. yöntem:(dönem sonu gerçekleşen endeks değeri - sözleşmede belirtilen endeks değeri) + dönem sonu hazine bonusu değeri

E_t : endeksin vade başlangıç tarihindeki değeri

- E_{t+1} : endeksin dönem sonu değeri
 E_S : endeksin sözleşmedeki vadeli fiyatı (futures price)
 T : temettü miktarı
 HB_{t+1} : hazine bonosunun dönem sonu değeri
 r : piyasa cari faiz oranı
 d : temettü verimi

1. $E_{t+1} + T = (E_{t+1} - E_S) + HB_{t+1}$
2. $T = -E_S + HB_{t+1}$
3. $HB_{t+1} = (1+r) \times E_t$ olacağından denklem;
4. $T = -E_S + (1+r) \times E_t$ olacak ve sözleşme fiyatı;
5. $E_S = (1+r) \times E_t - T$ temettü miktarını temettü verimi cinsinden tanımlarsak;
6. $d = T/E_t$ ise $T = E_t \times d$ Bu durumda sözleşme fiyatı;
7. $E_S = (1+r) \times E_t - d \times E_t$ olacak, diğer bir ifade ile;
8. $E_S = E_t + (r-d) \times E_t$ olacaktır.

Örnek:

- E_t : 23,000
 r : %80 (%20 3 aylık)
 d : %16 (%4 3 aylık)
Vade : 3 ay

$$E_S = 23,000 + (0.20 - 0.04) 23,000 = 26,680$$

- a) 3 aylık borçlanma maliyeti : $\%80 \times 23,000 \times 90/360 = 4,600$
b) 3 aylık temettü verimi : $\%16 \times 23,000 \times 90/360 = 920$

söz konusu vadeye ilişkin denge sözleşme fiyatı $=23,000+4,600-920=26,680$ olacaktır (İMKB, 1995).

3.7.4.1. Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Fiyatlarını Etkileyen Faktörler

1. Sözleşmeye konu endeksin cari değeri: Endeks değeri ne kadar yüksek ise sözleşme değeri de o kadar yüksek olacaktır. Diğer yandan endeks değerindeki birim değişme sözleşme değerinde daha fazla değişime neden olmaktadır. Bunun nedeni söz konusu tutarın risksiz faiz oranı üzerinden yeniden değerlendirileceği varsayımından kaynaklanmaktadır.

2. Vadeye kalan gün sayısı: Vadeli sözleşme fiyatı ile vadeye kalan gün sayısı doğru orantılı olup süre uzadıkça sözleşme fiyatı da artacaktır. Ancak bu durum söz konusu vadeye ilişkin geçerli olan faiz oranının temettü veriminden yüksek olduğu haller için söz konusudur.

3. Risksiz faiz oranı: Faiz oranının yüksek olması sözleşme fiyatını yükseltecektir.

4. Temettü verimi: Sözleşme fiyatı ile temettü verimi arasında ters yönlü bir ilişki mevcuttur. Endeks içinde yer alan hisse senetlerine kar payı ödenmesi durumunda şirketlerin değerinde aynı tutarda azalma olacak ve hisse fiyatları da temettü tutarı kadar azalacaktır. Bu durumda hisse senedi sahiplerinin portföy değerleri fiyat düşüşüne bağlı olarak azalacak, ancak bu miktar ödenen kar payı ile telafi edilerek söz konusu portföy değeri değişmeyecektir. Bu nedenle, endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin fiyatını belirleyen maliyetlerden toplam varlığı artırıcı bir tutar düşülmektedir.

5. Diğer faktörler:

- Talep-teklif fiyat farkı: Uygulamada sözleşme alım fiyatı ile satım fiyatı arasında borsa tarafından belirlenmiş bir fark vardır (Bid-ask spread) Alım yapmak isteyen yatırımcı sözleşmeye konu endeks değerinin birkaç puan üzerinde, satım yapmak isteyen yatırımcı ise birkaç puan altında bir değere razı olacaktır. Bu durumda hem alıcı hem de satıcı için sözleşme fiyatı farklı olacaktır.

- İşlem komisyonları: Hem alımda hem de satımda piyasa üyelerine belirli bir komisyon ödenmektedir. Ödenen bu tutar bir maliyet unsuru olduğu için sözleşme fiyatlarını artırıcı etki yapmaktadır.

- Temettulardan vergi alınması durumunda vergi maliyeti: Endeks içindeki hisse senetlerine ödenen temettü üzerinden vergi alınması halinde, sözleşme fiyatı ile ters yönde bağlantılı olan temettü tutarından verginin düşülmesi halinde sözleşme fiyatı artacaktır (İMKB, 1995).

1998 Ocak ayında resmen açılması planlanan ve 24.11.1997 tarihinden itibaren kendi içinde simülasyona dayalı test işlemlerine başlayan İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü çatısı altındaki Endeks Dayalı Vadeli İşlem Piyasası'nda üzerinde işlem yapılacak endekste bulunacak şirketler tespit edilmiştir. 30 şirketi barındıran ve Endeks-30 diye adlandırılan bu endeks hisselerinde son zamanlarda açılması kesinleşen vadeli işlemlerin etkisiyle kırırdanmalar başlamıştır. Aşağıdaki tabloda hem bu şirketlerin listesi, hem de bunlara ilişkin son aylardaki hareketlenmeler sunulmuştur:

İMKB-30 HİSSELERİ ve FİYAT DEĞİŞİMLERİ				
Şirket	A	B	C	D
Aktaş Elektrik	45,000	250,000	300,000	567
Alcatel Teletaş	7,700	39,500	45,000	484
İş Bankası(C)	3,350	54,000	14,250	325
Tüpraş	4,350	14,000	18,500	325
Doğan Holding	2,075	4,800	6,700	223
Ford Otosan	44,000	102,500	137,500	213
Kepez Elektrik	115,000	305,000	355,000	209
Koç Holding	19,000	43,000	52,000	174
Akçansa	10,000	25,000	27,000	170
Akbank	4,900	10,750	13,000	165
Sarkuysan	7,200	17,250	19,000	164
Batı Çimento	8,200	17,500	21,250	159
İzmir Demir Çelik	910	1,950	2,250	144
Usaş	220,000	450,000	510,000	132

Çukurova Elektrik	130,000	242,500	300,000	131
Tofaş Oto Fab.	4,250	9,300	9,800	131
Ereğli	13,000	30,500	29,500	127
Arçelik	11,000	16,750	22,000	100
Aygaz	15,750	28,000	31,500	100
THY	24,000	44,500	47,000	96
Şişe Cam	5,750	8,800	10,500	83
Petkim	43,500	67,000	79,000	82
YKB	2,700	3,450	4,050	50
Net Holding	3,250	9,300	4,700	45
Beko Elektronik	10,250	12,750	14,750	44
Petrol Ofisi	29,000	30,000	39,000	34
İhlas Holding	17,000	23,750	22,250	31
Sasa	7,300	7,600	9,200	26
Aksigorta	11,000	10,250	11,750	7
Migros	132,500	110,000	140,000	6

A:29.12.1996 Fiyatı B:29.08.1997 Fiyatı C:19.09.1997 D:C/A(%)

3.8. 500 Büyük Firmada Vadeli İşlemlerle Korunma İstatistikleri

İstanbul Sanayi Odası'nın her yıl yaptığı Türkiye'nin 500 büyük sanayi kuruluşu araştırmasının 1994 Eylül verilerine dayanılarak söz konusu 500 firmaya yollanan anketlere gelen cevaplardan istifade ile firmaların döviz kuru riski yönetimine ilişkin tekniklerinin neler olduğu ve bu teknikleri tespit etmede firmalar açısından önemli olan faktörler belirlenmeye çalışılmıştır (KARAMUSTAFA, 1995).

164 firmanın cevapladığı ankete göre firmaların %18'inde finans bölümü bulunmamaktadır. Yine firmaların %78'inde döviz yönetim birimi yoktur, %20'sinin ise döviz yönetim birimlerinde 1-3 kişi arasında çalışan vardır.

Firmaların kur riski yönetimi ile ilgili stratejik kararları %89 oranıyla kendilerinin belirledikleri, %11'inin ise bir banka veya finansal kuruluştan danışmanlık hizmeti satın aldığı tespit edilmiştir.

Firmaların kur riskini azaltmaya yönelik gerçekleştirdikleri işlemlere ilişkin elde edilen sonuçlar şöyle bir görünüm sergilemektedir: Firmaların %57'sinin farklı döviz türleriyle işlem yaparak kur riskini azaltmaya çalıştıkları tespit edilmiştir. İhtiyaç duyulan hammaddeyi farklı ülkelerden almak suretiyle kur riskini azaltan firmaların %69 olduğu belirlenmiştir. Araştırma kapsamındaki firmaların sadece %8'inin üretim tesislerini satış yaptıkları ülkelerde kurmak suretiyle kur riskini minimize ettikleri belirlenmiş ve firmaların %37'sinin ise işletme sermayesini farklı döviz türleriyle oluşturmak suretiyle kur riskini azaltmaya çalıştıkları tespit edilmiştir.

Araştırma sonucunda firmaların %4'ü kur riskini yönetmede futures sözleşmelerini etkin bir şekilde kullandığı belirlenmiştir. Firmaların %5'inin opsiyon, %3'ünün swap ve %15'inin forward sözleşmelerini kur riski yönetimi ile ilgili işlemlerinde en sık kullandıkları tespit edilmiştir.

Firmaların %73'ünün kurlardaki değişimleri önceden tahmin etmek ve borç ve ödemelerini bu tahminlere göre ayarlamak suretiyle koruma yöntemini uyguladıkları belirlenmiştir. Farklı döviz portföyü oluşturmak suretiyle kur riskini azaltmaya yönelik uygulama tekniğini firmaların %53'ünün kullandığı, işlemleri yerel para birimi ile faturalandırmak suretiyle koruma yöntemini benimseyen firmaların oranının %69 olduğu araştırma sonucunda ortaya çıkarılmıştır. Firmaların %10'unun yurtdışında satış merkezleri oluşturarak, %40'ının ise spot piyasaları kullanmak suretiyle kur riskini azaltmaya çalıştıkları tespit edilmiştir.

Firmaların türevsel araçları, kur riski ile ilgili işlemlerinde tercih etmemelerinde konu ile ilgili bilgi eksikliğinin olmamasının öneminin, futures sözleşmelerinde %62, forward sözleşmelerinde %60, swap sözleşmelerinde ise %63 olduğu tespit edilmiştir.

Firmaların %45'i futures sözleşmelerini kullanmamada en önemli neden olarak maliyetlerin fazlalığını göstermiştir. Firmaların %27'si işlemleri takip etmenin zor olmasını en önemli sebep olarak görmekte ve %24'ü ise en önemli neden olarak piyasa şartlarının henüz yeterince oluşmamasını göstermektedir.

Firmalar tarafından en aktif olarak kullanılan türevsel aracın forward sözleşmeleri olduğu tespit edilmiştir. Bunun nedenlerini tespit etmeye yönelik bulgularda şu sonuçlar elde edilmiştir: Firmaların %35'i bu sözleşmeleri kullanmada en önemli neden olarak işlemlerin çok çeşitli döviz türleriyle yapılabiliyor olmasını göstermiştir. Firmaların %48'i işlemlerin bankalarla karşılıklı olarak yapılabiliyor olmasını, %61'i vadelerin istenilen tarihler arasında olabilmesini ve %24'ü ise marjin tutma zorunluluğunun olmamasını bu aracı tercih etmede en önemli faktörler olarak göstermişlerdir.

Firmaların %45'i opsiyon sözleşmelerinin kur riski yönetimi ile ilgili işlemlerde kullanılmamasının en önemli faktörü olarak maliyetlerin fazla oluşunu belirtmişlerdir. %63'ü ise piyasa şartlarının oluşmamasını en önemli faktör olarak görmektedirler.

SONUÇ

ABD'de uygulanan vadeli işlemlerin başarısı ve ekonomiye kazandırdığı istikrar nedeni ile vadeli işlemler hızla yaygınlaşmaktadır. Yararları görüldüğü için yaygınlaşan vadeli işlemlerin Türkiye'ye sağlayacağı faydalar çok açık görülebilmektedir. Türkiye'de vadeli işlemlerin uygulanması veya yaygınlaşması ile fiyatlar belirli oranlarda sabitleneceğinden enflasyon olumlu yönde etkilenecektir.

Devletin enflasyonu üstlenme yükünün bir kısmı vadeli işlemlerle karşılanacağından, kişiler vadeli işlemlerin faydalarını algıladıkça, bu işlemlere yönelim artacak ve fiyatlar piyasada kendiliğinden oluşacaktır. Paranın piyasada hızlı bir dönüşüm mekanizması içinde akışı sağlanarak, enflasyonun düşmesi ile geniş kitlelerin satın alma gücü artmış olacaktır.

Türkiye ekonomisinde sürekli olarak gündemde olan fiyat dalgalanmaları vadeli işlemler piyasalarının işlerliği ile birlikte azalacaktır. Geleceğe dönük fiyat tahminlerinin güçlü olarak yapılabilmesi, bu işlemlerin çoğalmasını ve piyasada likidite

artışını sağlayacak, fiyatlar, piyasa mekanizması ile kendi dengeleri içinde oluşacak, devlet müdahalesi giderek azalacak, serbest piyasa ekonomisi işlerliğe kavuşacaktır.

Serbest piyasa ekonomisinin benimsenmesi ve fiyatların bir denge içinde serbestçe belirlenmesi vadeli işlemler piyasaları sisteminin asıl hedefidir. Bu hedefin aynı zamanda tüm dünya ülkeleri ile Türkiye'nin entegrasyonunun sağlanması açısından dikkate alınarak bir an önce uygulamalara geçilmesi gerekli görülmektedir.

Mikro düzeyde ise firmaların bilgi seviyelerini artırmak için gerekli eğitim çalışmalarına hız verilmelidir. Böylece şirketler, ihtiyaç gereği ve bilerek, spekülasyona girmeden korunma amaçlı olarak vadeli işlemlere girmelidirler.

Firmalar, kur ve fiyat değişkenliği riskini -belli bir maliyet karşılığında- bu riski devralmaya hazır spekülâtlere devrederek belirsizliklerini vadeli işlemler piyasalarına girmek suretiyle giderebileceklerdir.

Tarım sektöründe ise vadeli işlemler piyasaları aracılığıyla riskten korunmanın yanında ürün ve kapasite planlama ve fiyat belirlemenin mümkün olmasıyla artık stratejik öneme sahip tarımda konumumuzu daha da güçlendirmek mümkün olabilecektir.

KAYNAKÇA

- AKGÜÇ, Öztin, "Finansal Yönetim", Genişletilmiş 6.bası, İstanbul, 1994
- AKOVA, Yücel, "Ticaret Borsaları, Futures Piyasalar ve Futures Piyasaların Türkiye'de Tarımsal Ürünlere Uygulanabilirliği", İGEME, Ankara, 1995
- AKSEL, H.Ayşe Eyüboğlu, "Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları: Yapısı, İşleyiş Mekanizması ve Bazı Ülke Örnekleri", SPK Yayın No:21, Ankara, 1995
- AKTAŞ, Ramazan, "Gelecek Piyasaları", Dış Ticaret Dergisi, Sayı:1, Ankara, Nisan 1996
- APAK, Sudi, "Uluslararası Finansal Teknikler", 2.baskı, İstanbul, 1996
- CİVAN, Mehmet, "Türk Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler", TBB Yayın No:182, Ankara, 1994
- CİVELEK, Uğur, "3.Dünya Savaşı Piyasalarda Yaşanacak", *İTB Dergisi*, Sayı:16, Ekim 1996
- DİE, 1996 Türkiye İstatistik Yıllığı, Ankara, 1997
- DPT, Temel Ekonomik Göstergeler Temmuz 1997, Ankara, 1997
- EDWARDS, Franklin R., CINDY W.Ma, "Futures and Options", McGraw-Hill Book Co., Singapore, International Editions, 1992
- ERDOĞAN, Niyazi, "Uluslararası İşletmelerde Mali Risk Yönetimi ve Çağdaş Finansman Teknikleri", 2.baskı, İstanbul, 1995

- ERGİNCAN, Yakup, "Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri", SPK Yayın No:33, Ankara, Mayıs 1996
- EROL, Ümit, "Futures Piyasaları, Teori ve Pratik", TBB Yayın No:190, Ankara, 1994
- GÖKÇE, Deniz, "Vadeli Piyasalar: Kritik Bir Değerleme", *İTB Dergisi*, Sayı:10, İstanbul, Nisan 1995
- GÜCENME, Ümit, "Türkiye'de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler", TBB Yayın No:181, Ankara, 1994
- GÜVEN, Vedat, "TL Bacaklı Döviz Gelecek Kontratları ve Borsası", TBB Yayın No:183, Ankara, 1994
- İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü Çalışma Grubu, "Sermaye Piyasası Araçlarına Dayalı Future ve Option Sözleşmelerinin Fiyatlaması", Türev Piyasa Araştırmaları Serisi No:1, İstanbul, 1995
- İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü Çalışma Grubu, "Faiz Oranına Dayalı Vadeli İşlemler", Türev Piyasa Araştırmaları Serisi No:2, İstanbul, 1995
- İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü Çalışma Grubu, "Menkul Kıymetler Piyasasında Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar Kullanılarak Oluşturulan Bazı Temel Stratejiler", Türev Piyasa Araştırmaları Serisi No:3, İstanbul, 1995
- İTB Dergisi*, "İzmir'den Dünya'ya Açılan Yeni Pencere: İZVİP", Sayı 16, Ekim, 1996
- İTB Dergisi*, "Vadeli İşlemler Piyasasında Geri Sayım Başladı", Sayı 16, Ekim, 1996
- İTB Dergisi*, "İTB Vadeli İşlemler Piyasası Starta Hazırlanıyor", Sayı 14, Nisan, 1996
- KARAMUSTAFA, Osman, "Türkiye'de 500 Büyük Firmada Döviz Kuru Riski Yönetimine İlişkin Bir Saha Araştırması", Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, 1995
- KARSLI, Muharrem, "Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler", 2.baskı, İstanbul, 1989
- KOSELKA, Rita, "Safe When Used Properly", *Forbes*, August 15, 94, Vol.154, Issue 4, p47, 2p
- KÖFTEOĞLU, Kerem, "Geleceğin Borsası İzmir'de Kuruluyor", *Ekonomist*, 30 Mart 1997
- MÜMİNOĞLU, Miray, "Yeni Mali Ürünler ve Türkiye'de Uygulanması İçin Gerekli Düzenlemeler", TBB Yayın No:184, Ankara, 1994

NFA: National Futures Association, "Understanding Opportunities and Risks in Futures Trading", Illinois, ABD, 1986

ÖZDEMİR, Muharrem, "Finansal Yönetim", Gazi Kitabevi, Ankara, 1997

PARASIZ, İlker, "Para, Banka va Finansal Piyasalar", 4.baskı, Bursa, 1992

PARE, Terence P., "Learning to Live With Derivatives", *Fortune*, July 25,94, Vol.130, Issue 2, p106,7p

POWER, "Şirketlerde Risk Yönetimi" konulu ilave, *Power Dergisi*, Mart 97

SIMON, Ruth, "Don't Get Socked By Those Derivatives", *Money*, August, 94, Vol.23, Issue 8, p26, 3p

Ek A : TİCARET BORSALARI VADELİ İŞLEMLER PİYASASI GENEL YÖNETMELİĞİ

BİRİNCİ KISIM

Genel Hükümler

BİRİNCİ BÖLÜM

Amaç, Kapsam, Dayanak ve Tanımlar

Amaç

Madde 1- Bu yönetmeliğin amacı, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından ticaret borsaları bünyesinde kurulan vadeli işlemler piyasasının güven ve istikrar içinde, rekabet şartları altında, dürüstlük ve açıklık ilkeleri çerçevesinde çalışmalarını ile ilgili esasları düzenlemektir.

Kapsam

Madde 2-Bu yönetmelik;ticaret borsaları bünyesinde kurulan vadeli işlemler piyasalarında işlem görece vadeli ve opsiyonlu işlem sözleşmelerinin nitelikleri, alım satım yöntemleri, bu piyasalarda faaliyet gösterenlerin kuruluş, faaliyet ve denetim esasları ile yükümlülükleri,takas, saklama ve teslimat sistemi, verilen hizmetler karşılığında alınacak her türlü ücret ve teminatlara ilişkin usul ve esaslar ile bu piyasada çalıştırılacak personelin nitelik, işe alınma şartları ve bunlara sağlanacak her türlü özlük hakları ve bu çerçevedeki diğer hususları kapsar.

Hukuki Dayanak

Madde 3- Bu yönetmelik, 5590 sayılı Kanun'un 3/4/1997 tarihli ve 4233 sayılı Kanunla eklenen Ek 11'inci maddesine dayanılarak hazırlanmıştır.

Tanımlar

Madde 4- Bu yönetmelikte geçen;

- Kanun** : 8/3/1950 tarih ve 5590 sayılı “Ticaret ve Sanayi Odaları” “Ticaret Odaları”, “Sanayi Odaları”,”Deniz Ticaret Odaları”,”Ticaret Borsaları” ve “Türkiye Ticaret,Sanayi, Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği Kanunu’nu,
- Tüzük** : 8/1/1988 tarihli ve 88/12497 sayılı Bakanlar Kurulu Kararnamesi ile yürürlüğe konulan Ticaret ve Sanayi Odaları, Ticaret Odaları ,Sanayi Odaları, Deniz Ticaret Odaları, Ticaret Borsaları ve Türkiye Ticaret, Sanayi, Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği Tüzüğünü,
- Bakanlık** : Sanayi ve Ticaret Bakanlığı’nı
- Birlik** : Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği’ni,
- Meclis** : Kanun’un 42’nci maddesini göre teşekkül etmiş borsa meclisini,
- Yönetim Kurulu:**Kanun’un 44’üncü maddesine göre teşekkül etmiş borsa yönetim kurulunu,
- Borsa** : Kanun’un Ek 11’inci maddesini göre Bakanlıkça nezrinde vadeli işlemler piyasası kurulan ticaret borsasını,
- Üye** : Bu yönetmeliğin 7inci maddesinde sayılan ve vadeli işlemler piyasasında faaliyette bulunmak üzere yetki belgesi alarak vadeli işlemler piyasasına üye olmuş gerçek ve tüzel kişileri,
- Ürün** : Vadeli işlem sözleşmesine konu olacak borsa rotasyonuna dahil ürünleri,
- Yönetmelik** : Bu yönetmelik kapsamındaki hususları düzenlemek amacıyla yönetim kurulunca hazırlanan ve meclisçe onaylanan yönetmeliği,
- Vadeli İşlem**
- Sözleşmesi** : Alım veya satıma konu olan ürünün cinsi, miktarı, kalitesi ile teslim ve tesellüm tarihinin belirli olduğu, fiyatının kor beyde, serbest ve açık piyasa koşullarında tespit edildiği sözleşmeyi,
- Opsiyonlu İşlem**
- Sözleşmesi** : Alım veya satıma konu olan ürünün cinsi, miktarı, kalitesi ile teslim ve tesellüm tarihinin belirli olduğu, fiyatının kor beyde, serbest ve açık piyasa koşullarında tespit edildiği, alıcının bir bedel karşılığında satma ya da satın alma hakkının olduğu, satıcının ise anlaşma gereklerini yerine getirmekle yükümlü olduğu sözleşmeyi,
- Sözleşme** : Vadeli işlem ve /veya opsiyonlu işlem sözleşmesini,
- Vadeli İşlem**
- Piyasası** : Bakanlıkça borsa nezrinde kurulan ve vadeli ve /veya opsiyonlu işlem sözleşmelerinin alım satımının yapıldığı piyasayı,
- Kor bey** : Vadeli işlemler piyasasında alım satımın toplu olarak, yüz yüze, sesli pazarlık yöntemi ile yapıldığı işlem salonu içindeki borsa bölümünü,

- Takas Merkezi : Vadeli işlemler piyasasında işlem yapan taraflara sözleşmedeki şartların yerine getirileceği konusunda garanti veren borsa bölümünü,
- Takas bank : İşlem teminatları ve fonların yatırılması amacıyla borsaca belirlenen banka ya da bankaları,
- Personel : Vadeli işlemler piyasasında çalıştırılacak her türlü uzman personel ile diğer personeli,
- Seans : Borsa yetkilisi tarafından verilecek bir işaretle işlemlerin başlatıldığı an ile yine borsa yetkilisi tarafından verilecek başka bir işaret ile işlemlerin bitirildiği an arasında geçen süreyi,
- İşlem salonu : Borsa bünyesinde, vadeli işlem sözleşmelerinin alınıp satıldığı kor beyi içinde bulunduran salonu ifade eder.

İKİNCİ BÖLÜM

Kuruluş ve Faaliyet İzinleri, Faaliyet Alanı

Kuruluş ve Faaliyet İzinleri

Madde 5-Ticaret borsalarında rotasyona dahil ürünlerle sınırlı olmak üzere vadeli ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği vadeli işlem piyasalarının kurulması Bakanlığın iznine tabidir.

Vadeli işlemler piyasasının kuruluşuna Bakanlıkça izin verilmeden önce,piyasanın yeterli altyapı, teknik donanım, her türlü personelinin sağlanması ve gerekli hizmet birimlerinin oluşturulması zorunludur.

Buna ilişkin esaslar; Kanun'un Ek 11'inci maddesinin sekizinci fıkrası gereğince Bakanlıkça çıkarılacak yönetmelikte gösterilir.

Kuruluş izninin Resmi Gazete ile ilanından itibaren piyasanın en geç bir yıl içerisinde faaliyete geçmesi zorunludur. Bu sürede faaliyete başlamayan piyasanın kuruluş izni kendiliğinden iptal edilmiş sayılır.

Piyasanın faaliyete geçmesine, meclis kararına dayalı borsanın teklifi üzerine Bakanlıkça izin verilir. Bu izin Resmi Gazetede ilan olunur.

Faaliyet Alanı

Madde 6- Piyasanın faaliyet alanı Bakanlığın vadeli işlemler piyasası kurulmasına ilişkin kararında belirtilir. Ancak borsa, bu piyasanın geliştirilmesi amacıyla uluslararası borsalarla işbirliği yapabilir.

İKİNCİ KISIM

Üyelik, Faaliyet Şartları, Fonlar, Komisyon Ücreti ve Borsa Payı

Üyeler

Madde 7- Borsa meclisinin onayladığı iç yönetmelik hükümleri dikkate alınarak, yönetim kurulu tarafından yapılacak düzenlemeler çerçevesinde yetki belgesi alan gerçek ve tüzel kişiler vadeli işlemler piyasasına üye olabilirler.

Vadeli işlemler piyasasında üyeler; kurumsal üyeler, tacirler ve ajanlardan oluşur. Üyeler; takas üyeleri ve takas üyesi olmayan üyeler olarak iki ana üyelik grubu altında toplanırlar.

a) Takas üyeleri; kurumsal üyeler olup, işlemci takas üyeleri ile münhasır takas üyeleri olarak ikiye ayrılır:

1 - İşlemci takas üyeleri, sözleşmelerin alım satımını ve/veya buna ilişkin takas işlemlerini gerçekleştiren üyelerdir.

2 - takasını gerçekleştiren üyelerdir.

b) Takas üyesi olmayan üyeler; kurumsal üyeler, ajanlar ve tacirler olup, sadece sözleşmelerin alım satımına ilişkin işlemleri yaparlar.

Borsa yönetim kurulu, piyasa üyelerinden bir veya bir kaçına iki yönlü fiyat verme ayrıcalığı tanyabilir. Üyelikler ile ilgili esaslar iç yönetmelikle düzenlenir.

Bakanlık, bu piyasada faaliyet gösterecek üyelerin sayısını toplam olarak veya gruplar itibariyle sınırlandırabilir.

Üyelerin Nitelikleri

Madde 8- A) Kurumsal Üyelerin;

- 1) Anonim şirket statüsünde bulunması,
 - 2) Hisse senetlerinin tamamının nakit karşılığı çıkarılmış olması,
 - 3) Ana sözleşmelerinin mevzuata ve vadeli işlem piyasası yönetmeliklerine aykırı olmaması,
 - 4) Kurucularının, yönetim kurulu üyelerinin, yönetici ve imza yetkisini haiz personeli ile denetçilerinin müflis veya yüz kızartıcı bir suçtan hüküm giymemiş olması,
 - 5) Yeni kurulan şirketler hariç, bağımsız denetimden geçirilmiş mali tablolara göre şirketin son iki yıllık bilanço döneminin zararla kapatılmamış olması,
 - 6) Faaliyetlerinin süresiz durdurulmamış ve bu faaliyetleri nedeniyle üyelikten çıkartılmamış olması,
 - 7) Borsa tarafından yapılacak değerlendirmede, üyeliğe engel teşkil edecek bir durumun bulunmaması,
 - 8) Borsa ve piyasa ile ilgili mevzuat ve düzenlemelere aynen uyacağını beyan, kabul ve taahhüt etmesi,
- gerekir.

B) Tacirler ve ajanların;

- 1) Gerçek kişi ise, Türkiye Cumhuriyeti vatandaşı,21 yaşını tamamlamış ve fiil ehliyetine sahip olması,
- 2) Müflis olmamaları, yüz kızartıcı herhangi bir suçtan hüküm giymemiş olmaları,

3) Borsa ve vadeli işlemler piyasası ile ilgili kanun, kural ve düzenlemelere uyacağını beyan, kabul ve taahhüt etmiş olması,

4) Kendileri ve/veya sınırsız sorumlu ortak oldukları şirket hakkında iflas kararı verilmemiş veya konkordato ilan edilmemiş olması,

gerekir.

(A) ve (B) bentlerindeki üyelik nitelik ve şartları borsaca incelenir. Bu nitelik ve şartları taşımadığı veya sonradan kaybettiği anlaşılan üyelerin, üyelik görevlerine yönetim kurulunca son verilir.

Faaliyet Şartları, Üyeliğin Devri ve Üyelikten Ayrılma

Madde 9- Üyelerin çalışma esasları, verecekleri teminatlar, asgari ödenmiş sermaye miktarları, üyeliğe giriş, üyeliğin devri veya üyelikten ayrılma, üyelik ücretleri,yıllık üyelik aidat ve kira miktarları ve bununla ilgili diğer hususlar iç yönetmelikte düzenlenir.

Üyelerin Yükümlülükleri

Madde 10-Üyeler;

a) İyi niyet kurallarına,mevzuata,piyasa düzen ve disipline uygun hareket etmek zorundadırlar.

b) Müşterilerinin verecekleri alım satım emirlerini, kısmen veya tamamen kabul etmemek hakkında sahip olmakla birlikte, nedenini açıklamak zorunda olmaksızın bu durumu müşterilerine veya onların temsilcilerine emri aldıkları anda bildirmekle yükümlüdürler.

c) Bu yönetmeliğin 14' üncü maddesine göre belirlenen minimum seviyenin altında komisyon ücreti alamaz veya teklif edemezler.

d) Vadeli işlemler sözleşmesinin getirdiği yükümlülüklerin tümünden sorumludurlar.

e)Temsilci veya yardımcılarının ve diğer kendi hesabına çalışanlarının yetki ve görevleri çevresinde yaptıkları işlerden de sorumludurlar.

f) Müşterileri ile yapacakları sözleşmelere konulacak hükümlerle, sorumluluklarını kısıtlayamaz ve kaldıramazlar.

g) Borsanın ilgili tüm kurallarını uyulacağını ve bu kuralların uygulanmasını sağlamak üzere söz konusu kurumlarla işbirliği içinde olunacağını, üyeliğe ilişkin gerekli tüm şartların sürdürülmemesi durumunda bu yetkilerin geçici veya sürekli olarak iptalinin kabul edileceğini, borsa tarafından düzenlenecek “ Vadeli İşlemler Piyasası Üyelik Taahhütnamesi ” ile yükümlenmek zorundadırlar.

h) Pay devirleri konusunda borsa iç yönetmelik hükümlerini uymak zorundadırlar.

ı)Yönetim kurulunca belirlenen yıllık üyelik aidatını ödemek zorundadırlar.

i)İşlemci takas üyesi,münhasır takas üyesi ve takas üyesi olmayan üye üyelik durumlarına göre, tüzel kişiler açısından yönetim kurulu tarafından asgari ödenmiş sermaye miktarını karşılamak,gerçek kişiler açısından yönetim kurulunca belirlenen

miktar ve şartlarda teminat mektubu vermek, garanti ve/veya tazmin fonuna katılımında bulunmak zorundadırlar.

j) Üyelik belgesi aldıktan sonra ortaklarında veya ortaklarının sermaye paylarında, yönetim kurulu üyelerinde, denetçilerinde ve üst yönetim ile imzaya yetkili personeline meydana gelen değişiklikleri ve iç yönetmelikle öngörülen konulardaki değişiklikleri meydana geldiği tarihte derhal borsaya bildirmek zorundadırlar. Belirtilen bilgi ve belgelerin borsaya gönderilmesine dair usul ve yönetmelikte düzenlenir.

k) Piyasa faaliyetleri ile ilgili olarak, şube, acente ve irtibat bürosu gibi merkez dışı örgütleri kurmaları ve faaliyete başlamaları için yönetim kurulunun iznini almak zorundadırlar. Merkez gibi örgütlerin kuruluş, faaliyet, çalışma usul ve esasları iç yönetmelikte düzenlenir.

Üyelerin Temsilcileri ve Yardımcıları

Madde 11- Üyeler, işlem salonundaki işlemlerini gerçek kişi iseler şahsen veya kendi üye temsilcileri aracılığı ile yaparlar.

Üyeler, temsil yetkisini verdiklerini belgeleyerek, kendilerini temsil edecek üye temsilcilerini borsaya bildirirler.

Üyeler veya üye temsilcileri, seans sırasında kendilerine yardımcı olmaları amacıyla yönetim kurulunca belirlenecek sayıda temsilci yardımcısı bulundurabilirler. Temsilci yardımcısı haberci ve kabin görevlisidir.

Üye temsilcisi ve üye temsilci yardımcıları birden fazla üyeyi temsil edemez.

Yönetim kurulunun düzenlemiş olduğu eğitim programını başarıyla tamamlayarak yapılan sınavı kazananlara, “Temsilci Belgesi ” veya “Temsilci Yardımcısı Belgesi” verilir. Eğitim programı ve sınava ilişkin esaslar iç yönetmelikte düzenlenir.

Üye Temsilci ve Temsilci Yardımcılarının Nitelikleri

Madde 12 - Üye temsilci ve temsilci yardımcılarının;

- 1) TC. vatandaşı olması,
 - 2) 21 yaşını bitirmiş ve fiil ehliyetine sahip olması,
 - 3) Üye temsilcisi yardımcıları hariç en az lise ve dengi okul mezunu olması,
 - 4) Hacir altına alınmamış ve kamu hizmetlerinden yasaklanmamış olması,
 - 5) Yüz kızartıcı bir suçtan mahkum olmamış ve iade-i itibar edilenler hariç iflas etmemiş olması,
 - 6) Borsacılık konusunda bilgi ve deneyim sahibi olması,
 - 7) Temsilci veya temsilci yardımcısı belgesine sahip olması,
 - 8) Yönetim kurulunca belirlenecek diğer niteliklere sahip olması,
- gereklidir.

Üye temsilcisi ve temsilci yardımcıları, mevzuatla izin verilmiş hususlar dışında başka meslek ve ticaretle uğraşamazlar.

Fonlar

Madde 13- Vadeli işlemler piyasasında takas merkezinin kontrolünde ve kullanımında olmak üzere garanti fonu ve tazmin fonu ve tazmin fonu adı altında iki fon bulunur.

Garanti fonu ,takası yapılan tüm işlemlerden doğabilecek rizikoları teminat altına almak amacıyla oluşturulmuş ve takas üyelerinin iştirak etmek zorunda oldukları fondur.

Tazmin fonu, müşteri emirlerini iç yönetmelik hükümlerine uygun olarak yerine getirilmemesi halinde doğabilecek zararları karşılamak üzere tüm aracı üyeler tarafından katılımında bulunan fondur.

Üyeler, vadeli işlemler piyasası faaliyetlerinden dolayı meydana gelecek risklere karşı oluşturulacak garanti fonuna ve tazmin fonuna, üyeliğin kesinleşmesinden itibaren bu yönetmeliğin 71inci maddesinde belirtilen üyelik tiplerine ve iç yönetmelik hükümlerine uygun olarak katılımında bulunmak zorundadırlar.

Fonlara katılım miktarına, tahsiline, kullanılmasına, yönetilmesine ve bununla ilgili diğer hususlara ilişkin kurallar, iç yönetmelikte düzenlenir.

Komisyon Ücreti

Madde 14- Üyeler, vadeli işlem sözleşmesi bazında müşterileri adına yaptıkları işlemlerin sayısı veya toplam tutarı üzerinden, yönetim kurulunun teklifi, meclisin onayı ile belirlenen oran veya miktarının altında olmamak kaydıyla komisyon ücreti alırlar.

Borsa Payı

Madde 15- Üyelerce gerçekleştirilen işlemler üzerinden, yönetim kurulunun teklifi meclisin onayı ile üye, işlem ve sözleşme bazında belirlenen miktar veya oranda borsaca alınan paydır.

Borsa payının tespit ve tahsiline ilişkin esaslar iç yönetmelikte düzenlenir.

ÜÇÜNCÜ KISIM

Sözleşme Nitelikleri

Sözleşmenin Nitelikleri

Madde 16- Vadeli işlem sözleşmelerinde asgari olarak; işlem birimi, işlem saatleri, vade ayları, fiyat rotasyonu, günlük fiyat sınırları, fiyat değişim aralığı, teminatlar, pozisyon limitleri, teslimat şekli ve prosedürü, ilk ve son teslimat günleri, son işlem günü ve sözleşmeye konu ürünün standardını belirleyen özelliklere ait bilgiler yer alır.

Opsiyonlu işlem sözleşmelerinde, birinci fıkrada sayılan niteliklere ilave olarak sözleşmenin tipi de belirtilir.

Vadeli ve opsiyonlu işlem sözleşme nitelikleri ile ilgili diğer esaslar, iç yönetmelikte düzenlenir.

DÖRDÜNCÜ KISIM

Piyasa İşlemleri, Teminatlar ve Takas Esasları

BİRİNCİ BÖLÜM

İşlem Yönetimi ve Esasları

İşlem Yönetimi

Madde17- Üyeler vadeli işlemler piyasasında, alım satım işlemlerini kendi nam ve hesaplarına ve/veya müşterilerin nam ve hesaplarına yapabilir ve/veya işlemlerin takasını gerçekleştirebilirler. Ancak tacirler sadece kendi nam ve hesaplarına ,ajanlar da sadece müşterilerinin nam ve hesaplarına alım satım yapma hakkına sahiptirler.

Vadeli işlemler piyasasında alım satım işlemler, yetkili borsa personeli gözetiminde rekabet koşullarına uygun olarak sesli pazarlık ve/veya elektronik ortamda eşleştirme yöntemiyle gerçekleştirilir.

İşlem Esasları

Madde 18-16 ncı maddede nitelikleri belirtilen sözleşmelerin işlem gördüğü vadeli işlemler piyasasında; müşteri emirlerinin asgari unsurları, emir tipleri, geçerlilik süresi, borsaya iletilmesi, alım satım tekliflerinin verilmesi ve eşleştirilmesi, kaydedilmesi, hesapların güncelleştirilmesi, teminatların toplanması, uzlaşma fiyatının belirlenmesi, fiyatların ilanı, piyasanın işleyişi ile ilgili esaslar, rotasyon şekli, üyenin ve müşterinin sorumlulukları, üyelerce tutulacak defter ve kayıtlar, işlemlerin geçici olarak durdurulması, maddi hata veya rekabeti bozucu davranışlar sonucunda gerçekleştirilen işlemlerin iptali gibi hususlar, iç yönetmelikte düzenlenir.

İşlem Türleri

Madde 19- Vadeli işlemler piyasasında iki türlü işlem yapılır:

a) Koruma amaçlı işlemler; ileride karşılaşılması muhtemel fiyat riskinin, vadeli işlem sözleşmesinin alım veya satımı yoluyla kısmen veya tamamen giderilmeye çalışıldığı işlemlerdir.

b) Spekülatif amaçlı işlemler; piyasadaki olası fiyat hareketlerinden kar elde etmek amacıyla yapılan işlemlerdir.

Pozisyon Türleri ve Sınırları

Madde 20- Vadeli ve opsiyonlu işlem sözleşmelerinde,uzun pozisyon ve kısa pozisyon olmak üzere iki tür pozisyon vardır.

a) Uzun pozisyon; belirlenmiş vadelere ilişkin sözleşmelerin alımını ifade eder.

b) Kısa pozisyon; belirlenmiş vadelere ilişkin sözleşmelerin satımını ifade eder.

Pozisyon sınırlarının belirlenmesi ve pozisyon sınırları üzerinde değişiklik yapma yetkisi yönetim kurulundadır. Pozisyon sınırları spot ay, diğer vade ayları ve üyeler açısından farklı olabilir. Korunma amaçlı işlem yapan kişiler başvurmaları halinde, durumları incelenerek pozisyon sınırlı arttırılabilir.

Ters İşlem

Madde 21- Vadeli işlem sözleşmeleri üzerine ters işlem; tümüyle aynı özelliklere sahip sözleşme türü bazında olmak kaydıyla, söz konusu sözleşmenin işlem gördüğü son işlem gününe kadar uzun pozisyon karşısında kısa pozisyon, kısa pozisyon karşısında uzun pozisyon alınarak pozisyonun kapatılmasıdır.

Açık Pozisyon

Madde 22-Ters işlemde kapatılmamış pozisyonlar açık pozisyon sayılır.

İKİNCİ BÖLÜM

İşlem Teminatları

İşlem Teminatları

Madde 23-Vadeli işlemler piyasasında, işlemlere konu sözleşme hükümlerinin yerine getirilmesini sağlamak amacıyla tüm üyeler; kendileri ve müşterileri adına yaptıkları işlemler için iç yönetmelikte öngörülen miktar veya orandaki teminatların, bağlı buldukları takas üyeleri aracılığıyla Takas bankına yatırmak zorundadırlar. İki tür teminat vardır:

a)Başlangıç teminatı; üyelerin vadeli işlemler piyasasında pozisyon alırken takas merkezinin önerisi ve yönetim kurulunun onayı ile belirlenen miktar veya oranda takas merkezine yatırmak zorunda oldukları tutardır.

b)Sürdürme teminatı; piyasadaki günlük fiyat hareketleri ve pozisyon güncelleştirilmesi neticesinde, miktarın başlangıç teminatı seviyesine çıkarılması için istenen ek teminat miktarıdır.

Teminatların oranı ve hesaplanması ile ilgili usul ve esaslar, yönetim kurulu tarafından üye, işlem ve sözleşme türü bazında belirlenir. İşlem teminatları ile ilgili diğer hususlar iç yönetmelikte düzenlenir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Takas İşlemi, Takas Merkezi ve Takasbank

Takas İşlemi

Madde 24- Takas işlemi piyasada gerçekleştirilen işlemlerden doğan riskin, takas merkezine karşı takas üyeleri tarafından garanti edilmesidir.

İşlem teminatları ve günlük kar-zarar, takas üyeleri aracılığıyla ilgili hesaplara aktarılır.

Takas üyesi olmayan üyeler, işlemlerini bin takas üyesi üzerinden gerçekleştirmek zorundadırlar.

Takas Merkezi

Madde 25- Vadeli işlemler piyasasında, alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında alıcı konuma geçerek; piyasa katılımcılarının hak ve yükümlüklerini teminat altına alan, piyasada gerçekleştirilen işlemlerin eşleştirilmesi, kaydedilmesi, güncelleştirilmesi, teminatların toplanması, teslimatın gerçekleştirilmesini sağlamakla görevli borsa bünyesinde veya borsadan bağımsız oluşturulan birimdir.

Takas merkezi ile ilgili diğer esaslar iç yönetmelikte düzenlenir.

Takas Merkezinin Sorumluluğu

Madde 26- Takas merkezinin; alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında alıcı konuma geçmek suretiyle taşımış olduğu sorumluluk, sadece takas üyelerine karşı olan yükümlülüklerle sınırlıdır.

Takas merkezinin, takas üyelerinin kendi müşterilerine ve takas işlemlerine gerçekleştirdikleri takas üyesi olmayan üyelere karşı hiçbir sorumluluğu yoktur.

Takasbank

Madde 27- Borsa, işlemlerle ilgili teminatların ve fonların yatırılması için bir veya birden fazla banka belirleyebilir. Takas bank olarak belirlenen bankalar, aynı zamanda piyasa üyesi olabilir.

Borsa tarafından Takas bank olarak belirlenen bankaların görev süreleri, yönetim kurulu tarafından tespit olunur.

Takas bank ile ilgili diğer esaslar iç yönetmelikte düzenlenir.

BEŞİNCİ KISIM

Piyasanın Yönetimi

BİRİNCİ BÖLÜM

Yönetim

Meclis ve Yönetim Kurulu

Madde 28- 5590 sayılı Kanuna göre teşekkül etmiş meclis ve yönetim kurulu, Kanun ve ilgili mevzuat çerçevesinde vadeli işlemler piyasasının düzenlenmesi ve yönetimi konularında yetkilidirler.

Yönetim Kurulunun Görev ve Yetkileri

Madde 29- Yönetim kurulu, vadeli işlem piyasalarına ilişkin olarak aşağıda sayılan görev ve yetkilere de sahiptir.

a) Bu yönetmelik ile yönetim kuruluna verilen görevleri yapmak,

b) Piyasanın güvenli verimli ve istikrarlı bir şekilde çalışmasını sağlamak amacıyla her türlü tedbiri almak, piyasalarla ilgili fiyatları ve diğer bilgileri düzenli olarak duyurmak,

c) Piyasanın açıklık, dürüstlük ve rekabet şartları altında güvenle çalışmasını sağlamak üzere kuralları tespit etmek ve işleyişi sağlamak,

d) Üyelerin her türlü faaliyetlerinin mevzuata uygun bir şekilde yürütülmesini sağlamak,

e) Mevzuata, kurallara, borsa düzenine ve piyasanın işleyişine uygun hareket etmeyen üyeler hakkında gerekli yasal işlemleri yapmak,

f) Piyasayı ve üyeleri ilgilendiren konularda standardizasyon, dereceleme, analiz, fiyatlandırma, istatistik, yayın, bilgilendirme, kütüphane, bilgisayar yazımı ve benzeri hizmetlerin yapılmasını sağlamak,

g) Yönetim kurulunun görevlerini yerine getirmesine yardımcı olmak amacıyla ihtiyaç duyulduğunda ihtisas komisyonları oluşturmak ve meclisin onayına sunmak,

h) Vadeli işlemler piyasası iç yönetmeliğini hazırlamak ve meclisin onayına sunmak,

İKİNCİ BÖLÜM

Meslek Komitesi ve Hizmet Birimleri

Meslek Komitesi

Madde 30- Bu yönetmeliğin 7' inci maddesinde sayılan ve borsa yönetim kurulunca vadeli işlemler piyasasında faaliyet göstermek üzere yetki belgesi alan üyeler, “ Vadeli İşlemler Meslek Gurubu”nu oluştururlar. bu meslek gurubundan “ Vadeli İşlemler Meslek Komitesi ” kurulur.

Bu meslek gurubunun ve bu meslek komitesinin oluşumu, statüsü, görev ve yetkileri, toplantı ve karar usulleri ve bununla ilgili diğer esaslar, 5590 sayılı Kanun ve ilgili mevzuatında düzenlenen meslek gurupları ve meslek komiteleri hakkındaki hükümlere tâbidir.

Hizmet Birimleri

Madde 31- Yönetim kurulu; meclisin onayını alarak, vadeli işlemler piyasasına ilişkin görevlerinin yerine getirilmesinde yardımcı olmak üzere işin niteliğine göre gerekli sayıda hizmet birimleri oluşturulabilir.

Oluşturulacak asgari hizmet birimleri; operasyon, üyelik, eğitim, tanıtım, takas, teslimat, bilgi işlem, denetim, piyasa gözetim, teknik ve idari hizmet faaliyetlerine ilişkindir. Birimler bünyesinde uzman personel görev alır. Yeni birimler oluşturulması meclisin yetkisindedir. Hizmet birimleri, müdürlükler şeklinde örgütlenir. bir veya bir kaç faaliyet konusu tek bir birimde toplanabilir.

Koordinasyon ve Piyasa Genel Koordinatörü

Madde 32- Vadeli işlem piyasasının koordinasyonu, sevk ve idaresi, genel sekreter veya yönetim kurulu tarafından atanan ve doğrudan ona bağlı olarak çalışan piyasa genel koordinatörü tarafından yürütülür. Piyasa genel koordinatörü, uzman personel statüsünde çalıştırılır.

Piyasa genel koordinatörünün; yüksek öğrenim görmüş, borsa, bankacılık, iktisat, maliye, işletme veya hukuk alanlarında en az 7 yıllık tecrübe sahibi ve Türk vatandaşı olması, kamu haklarından yasaklı ve yüz kızartıcı bir fiilden dolayı hükümlü bulunmaması, iflas etmemiş olması şarttır.

İhtiyaç halinde piyasa genel koordinatörüne bağlı olmak üzere yeterli sayıda uzman personel, koordinatör yardımcısı olarak istidam edilebilir.

Personel

Madde 33- Vadeli işlemler piyasasındaki işler, bu piyasada çalıştırılmak üzere borsada istidam edilen uzman ve diğer personel ile yürütülür.

Piyasa genel koordinatörü ve uzman olarak istidam olunan personel ile bu nitelikte olmayan diğer personelin; işe alınma, çalıştırılma, işten ayrılma ve işten çıkarılmasına ilişkin her türlü özlük hakları sözleşmesinde gösterilir.

Vadeli işlemler piyasasında istidam olunacak personel ile ilgili diğer hususlar iç yönetmelikte düzenlenir.

ALTINCI KISIM

Denetim, Cezalar ve Uyuşmazlıkların Çözümü

BİRİNCİ BÖLÜM

Denetim

Dış Denetim

Madde 34- Vadeli işlemler piyasasının dış yönetimi, kanun ve ilgili mevzuat hükümleri uyarınca Bakanlık tarafından yapılır. Bakanlık gerekli gördüğünde bağımsız denetim kuruluşlarına da denetim yaptırabilir. Borsa personeli, yöneticileri ve üyeleri, her türlü işlem, hesap, defter, sözleşme ve kayıtlarını yetkili ve görevli denetim elemanlarına hemen ibraz etmek, denetimin gerektirdiği her türlü yardımda bulunmak ve istenilen bilgileri doğru olarak vermek zorundadırlar.

Bakanlığın kanun ve ilgili mevzuat uyarınca yapacağı veya yaptıracağı, inceleme ve denetim sonucunda;

a) Bu piyasada işlem yapanların hak ve menfaatlerine kısmen veya tamamen zarar veren veya ortadan kaldıran işlem ve eylemlerle karşılanıldığında yada bu yönde ciddi bir gelişme gözlemlendiğinde,

b)Piyasanın açıklık ve doğruluk ilkeleri çevresinde kanun ve mevzuata uygun olarak işleyişinde piyasaya olan güveni sarsacak ve zarar verecek şekilde piyasada faaliyet gösterenler ile borsa organ ve yöneticilerinin kusurlu davranışlarda buldukları, kasıtlı olarak yada ihmal göstererek görevlerini gereği gibi yerine getirmediği tespit olduğunda,

Bakanlık, uygun bir süre vererek ilgililerden eksik ve aykırılıkların giderilmesini, kanuna, mevzuata piyasa amaç ve ilkeleri ile işleyişine uygunluğun sağlanmasını istemeye; bu aykırılıkların veya eksikliklerin giderilmesi durumunda her türlü tedbirleri almaya, talimat vermeye, ilgili kişi, kuruluş veya borsa organlarının piyasa ile ilgili yetkilerini kısıtlamaya, kaldırmaya ve piyasa işlemlerini geçici olarak durdurmaya yetkilidir.

Bu tedbirlerden bir sonuç alınamazsa, Bakanlık piyasada faaliyetin sürekli olarak durdurulmasına karar verebilir. Piyasada işlemlerin durdurulmasını gerektiren nedenlerin ortadan kalması halinde, Bakanlık piyasanın tekrar faaliyete geçmesine izin verebilir.

İç Denetim

Madde 35- Yönetim kurulu; vadeli işlemler piyasasının işleyişini ve üyelerin kanun, genel ve iç yönetmelik hükümlerine uygun davranıp davranmadıklarını denetler. Yönetim kurulu bu amaçla ilgili hizmet birimlerinden yararlanır.

Üyeler, iç denetim faaliyetleri ile ilgili olarak yetkili borsa personeline kolaylık göstermek, talep edilecek bilgi ve belgeleri vermek ve ibraz etmek zorundadır.

İç denetim ile ilgili esaslar, iç yönetmelikte düzenlenir.

İKİNCİ BÖLÜM

Uyuşmazlıkların Çözümü

Uyuşmazlıkların Çözümü

Madde 36- Borsa üyeleri arasında vadeli işlemler piyasasındaki iş ve işlemlerden doğan uyuşmazlıkların çözüm mercii, 5590 sayılı Kanuna göre kurulan borsa tahkim kuruludur.

Üyeler ve müşterileri arasındaki uyuşmazlıklar için taraflar, borsa tahkim kurulu veya adli yargıya başvurabilir. Borsa tahkim kurulunun kararları temyiz olunabilir.

Uyuşmazlıkların çözümünde, Türkiye Ticaret, Sanayi,Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği Ticaret Borsaları İhtiyari Tahkim Talimatnamesi uygulanır.

İhtiyaç halinde borsa; teslimat çıkan kalite uyuşmazlıklarının süratle çözümü için uzmanlardan kurulu bir heyet oluşturmak suretiyle uyuşmazlığın tahkime konu olmadan çözümüne yönelik tedbirler alabilir.

Kalite konusundaki uyuşmazlıkların çözümü ile ilgili esaslar iç yönetmelikte düzenlenir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Disiplin Cezaları ve İdari Tedbirler

Disiplin Cezaları

Madde 37- Vadeli işlemler piyasasının düzenini ve dürüstlüğünü bozan, işlere hile karıştıran ve bu piyasa işlerinin açık, düzenli ve dürüst yürütülmesi için alınan kararlara uymayanlarla, bu yönetmelik hükümlerine aykırı davranışları tespit edilen üye, üye temsilcilerine üye temsilci yardımcılarının hakkında, fiil veya hareketin mahiyet ve önemine göre Kanununun 74üncü maddesinde belirtilen yönetmelik hükümleri uyarınca disiplin cezaları uygulanır.

Cezalar ve Cezayı Gerektiren Fiil ve Hareketler

Madde 38- Üyelere üye temsilcilerine ve/veya üye temsilci yardımcısına, 5590 sayılı Kanununun 74 üncü maddesi gereğince çıkarılan ve 30/6/1982 tarihli ve 17740 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “ Ticaret ve Sanayi Odaları, Ticaret odaları, Sanayi Odaları, Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Üyelerine verilecek Disiplin Cezaları Hakkında Yönetmelik’te sayılan fiil ve hareketlere ilave olarak bu cezaları gerektiren fiil ve hareketler şunlardır:

a) **Uyarma;** Mesleğin icrasında daha dikkatli olunması ve davranışlarının düzeltilmesi gereğinin ilgiliye bir mektupla bildirilmesidir.

Uyarma cezasını gerektiren fiil ve hareketler şunlardır:

1) Üyelik, üye temsilciliği ve üye temsilci yardımcılığı görev ve sorumlulukları ile ilgili olarak yönetim kurulu veya piyasa müdürlüklerince yapılan davet ve talebin, mazeretsiz olarak yerine getirilmemesi,

2)Üyelerin, üye temsilcilerinin ve üye temsilci yardımcılarının mensubu oldukları piyasanın itibarını zedeleyici sözler sarfetmesi,

3)Mevzuatla belirlenen usul ve esasların yerine getirilmesinde kayıtsızlık dikkatsizlik gösterilmesi.

Uyarma cezası sicile işlenmez.

b) **Kınama;** Üye ve üye temsilcisine veya üye temsilci yardımcısına, tutum ve davranışlarında kusurlu olduğunun yazılı olarak bildirilmesidir.

Kınama cezasını gerektiren fiil ve davranışlar şunlardır:

1) Mensubu olduğu bu piyasanın itibarını zedeleyici asılsız yayında bulunmak,

- 2) Üyelerce müşteri ilişkilerinde terbiye ve nezakete aykırı harekette bulunmak,
- 3) Vadeli işlemler piyasasında belirlenen usul ve esasların yerine getirilmesinde kusurlu davranmak,
- 4) Borsa dışında üyeliğin gerektirdiği itibar ve güven duygusunu sarsacak nitelikte davranışlarda bulunmak,
- 5) Fiyatları etkileyecek şekilde dedikodu yapmak.

c) **Üyelikten geçici çıkarma;** Üyelerin iki aydan az ve oniki aydan fazla olmamak üzere piyasa üyeliğinden çıkarılmasıdır. Bu ceza üye temsilcilerine ve temsilci yardımcılara, temsilci veya temsilci yardımcısı belgelerinin iki aydan ve oniki aydan çok olmamak kaydıyla geri alınması şeklinde uygulanır.

Geçici çıkarma cezasını gerektiren fiil ve hareketler şunlardır:

- 1) Hakkında bir yıl içerisinde iki kez, bu yönetmeliğin 41 inci maddesinde belirtilen idari tedbir uygulanmış olmak,
- 2) Borsanın çıkarlarını zedelemek ve borsayı zarara uğratmak,
- 3) Tahkim kurulunun kesinleşmiş emrine uymamak,
- 4) Kasti zorbalık, müşterilerinin emirlerine veya pozisyonlarına ters düşecek işlemler yapmak, fiyatlarla oynamak piyasa hakkında yanlış bilgi vermek ve benzeri davranışlarla piyasayı ele geçirme girişiminde bulunmak, iflas ettikten sonra ticarete devam etmek veya başlangıç teminatlarını kabul etmek,
- 5) Kendi kendisiyle işlem yapmak,
- 6) Müşterisine karşı taahhüdünü yerine getirmemek,
- 7) Borsaya yanlış bilgi vermek.

d) **Üyelikten sürekli olarak çıkarma;** Bu hüküm çerçevesinde; üyeye verilecek ceza ile üye temsilcisi ve/veya üye temsilci yardımcılara verilecek cezalar birbirinden bağımsız olarak uygulanır. Bu ceza üye temsilcilerine ve/veya üye temsilci yardımcılara; temsilci ve/veya üye temsilci yardımcısı belgelerinin iptal edilmesi şeklinde uygulanabilir. Bu cezanın üyelere uygulanması ise; Üye kaydının silinmesi şeklindedir. Üyelikten sürekli olarak çıkarılanlar, ilgili Ticaret Sicili Memurluğuna bildirilir.

Sürekli çıkarma cezasını gerektiren fiil ve hareketler şunlardır:

- 1) Gizli kalması borsa meclisi veya yönetim kurulunca karara bağlanmış bilgi ve belgeleri açıklamak,
- 2) Üyelik ve/veya temsilcilik sıfatı ile bağdaşmayacak şekilde ve derecede utanç verecek harekette bulunmak,
- 3) Piyasa üyelerini ve piyasa görevlilerini zor duruma düşürmek için veya kendi kusurunu örtmek amacıyla borsaya ait belgeleri tahrip veya yok etmek, borsada baykota kalkışmak,
- 4) 213 sayılı Vergi Usul Kanunu'nun 358, 358 ve 360 ıncı maddelerinde sayılan kaçakçılığa teşebbüs veya kaçakçılık suçlarından mahkûm olmak.

Yönetim kurulunun uygun görmesi halinde bu madde kapsamında verilen uyarma ve kınama cezaları bir hafta süreyle borsanın ilan panosunda; üyelikten geçici ve sürekli çıkarma cezaları ise bir hafta süre ile borsa ilan panosunda ve ayrıca ilan bedeli ilgisinden alınmak üzere bir gün süre ile Türkiye genelinde yayınlanan bir gazetede ilan edilir.

Ceza Uygulamasında Usul

Madde 39- Disiplin cezasını gerektirecek fiil ve hareketlerin borsanın ilgili hizmet birimleri tarafından resen, ihbar veya şikayet üzerine tespit edilmesiyle konu, yönetim kuruluna intikal ettirilir. Yönetim Kurulu; gerekli ön soruşturmanın yapılmasını teminen dosyayı, denetim ve piyasa gözetim müdürlüğüne havale eder. Bu müdürlük tespitlerini bir raporla yönetim kuruluna sunar.

Uyarma, kınama ve üyelikten geçici çıkarma cezaları, denetim ve piyasa gözetim müdürlüğünün raporu üzerine yönetim kurulunca; üyelikten sürekli çıkarma cezası ise, yine bu müdürlüğün raporu doğrultusunda yönetim kurulunun teklifi üzerine meclis tarafından verilir.

Disiplin cezası verilmesine sebep olmuş bir fiil veya halin tekrüründe bir derece ağır ceza uygulanır. Aynı cezayı gerektiren fakat ayrı fiil ve haller nedeniyle verilen disiplin cezalarının üçüncü uygulamasında ise yine bir derece ağır ceza verilir.

Bu konu ile diğer hususlar iç yönetmelikte düzenlenir.

Para Cezaları

Madde 40- Vadeli işlemler piyasası ile ilgili borsanın mevzuata uygun olarak almış olduğu kararlara uymayan üyelere, üye temsilcilerine veya üye temsilci yardımcılara; 37 ve 38 nci maddelerde belirtilen disiplin cezalarına ilave olarak, kanunun 77 nci maddesi uyarınca çıkarılan Yönetmelikte belirtilen esaslara göre yönetim kurulunun teklifi ve meclisin kararı ile yıllık aidatın bir ila on katına kadar, tekrürü halinde ise, bu miktarın iki katına kadar para cezası verilir.

İdari Tedbirler

Madde 41- Vadeli işlemler piyasanın düzenli ve sağlıklı işleyişini sağlamak amacıyla, disiplin cezaları ve para cezalarından ayrı olarak, üye, üye temsilcileri ve/veya üye temsilci yardımcılar hakkında yönetim kurulunca idari tedbirler alınabilir.

İdari tedbirler, disiplin cezası uygulanmasının kuvvetle muhtemel olduğu hallerde yönetim kurulu veya meclisçe; üye, üye temsilcisi veya üye temsilci yardımcısı sıfatlarına hâle gelmeksizin geçici bir tedbir olarak, bu piyasadaki faaliyetlerin bir iş gününden sekiz haftaya kadar durdurulmasıdır. Bu faaliyetlerin beş iş gününe kadar durdurulmasına yönetim kurulu, beş iş gününden sekiz haftaya kadar durdurulmasına ise, yönetim kurulunun teklifi üzerine meclis karar verir.

İdari tedbirler ile ilgili diğer hususlar, iç yönetmelikte düzenlenir.

YEDİNCİ KISIM

Mali hükümler

Gelirler

Madde 42- Vadeli işlemler piyasasıyla ilgili borsa gelirleri şunlardır.

- a) Üyelerden tahsil olunacak üyelik lisans ücreti,
- b) Üyelerden tahsil olunacak yıllık aidatlar,
- c) Kiralar,
- d) Borsa payı,
- e) Para cezaları,
- f) Gecikme zammı ve faizler,
- g) Piyasa faaliyetlerinde kusurlu bulunan üyelerden tahsil edilen borsa iç denetim masrafları,
- h) Yönetim kurulunca belirlenecek aidat, ücret ve tarife payları,
- i) Diğer gelir ve bağışlar.

Bu maddede belirtilen gelir kalemlerinin miktar ve oranları ile bunların tahsil zaman ve usulleri, yönetim kurulunun teklifi üzerine meclis kararıyla belirlenir.

Muhasebe Usulü ve Bütçe

Madde 43- Vadeli işlemler piyasasıyla ilgili gelirler ve bu piyasa için yapılan harcamalar, borsanın mevcut muhasebe usulü çerçevesinde, tahsil ve tediye olunur. Ancak ayrı hesaplarda izlenir. Bu amaçla, usulüne uygun olmak şartıyla yeni gelir ve gider fasılları açabilir. İhtiyaca göre yardımcı defterler ihdas edip kullanılabilir.

Vadeli işlemler piyasası bütçesi, borsanın genel bütçesi içerisinde yer alır.

Üyelerin Muhasebe Kayıtları

Madde 44- Borsa, üyelerin genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri uyarınca kayıt tutmalarını talep eder ve bununla ilgili hususları iç yönetmelikte düzenler.

SEKİZİNCİ KISIM

Çeşitli Hükümler

İşlemlerin Durdurulması

Madde 45- Vadeli işlemler piyasasının güven ve istikrar içinde rekabet şartları altında, dürüstlük ve açıklık ilkeleri çerçevesinde çalışmasına engel olacak derecede olağanüstü durumların meydana gelmesi halinde; ilgili hizmet birimlerinin önerisi üzerine işlemlerin bir seans için geçici durdurulması, piyasa genel koordinatörünün, beş seansa kadar geçici durdurulması yönetim kurulunun, bu süreyi aşan geçici durdurular ise meclisin yetkisindedir.

Seansın tekrar başlatılması aynı mercilerin yetkisindedir.

Personelin Sorumluluğu

Madde 46- Vadeli işlemler piyasası personelinin cezai sorumluluğu hakkında 5590 sayılı kanunun 81 inci maddesi hükmü uygulanır.

Sır Saklama Yükümlülüğu

Madde 47- Vadeli işlemler piyasasında faaliyet gösteren üyeler, üye temsilcileri ve temsilci yardımcıları ile bu piyasada çalışan tüm borsa personeli, sıfat ve görevleri dolayısıyla öğrendikleri borsaya ve piyasa veya bu piyasa ile ilişkisi olan ortaklık kurum ve diğer tüm gerçek ve tüzel kişilere ait sırları gizli tutmak ve bu sırları kanunen yetkili kılınmış kişi ve mercilerden başkasına herhangi bir suretle açıklamamak, kendilerinin veya üçüncü kişilerin lehine ve aleyhine kullanmamakla yükümlüdürler.

Bu yükümlülük ilgililerinden görevlerinden ayrılmalarından sonra da devam eder.

Gecikme Zammı

Madde 48- Vadeli işlemler piyasası üyelerinin borsaya ödemekle mükellef oldukları her türlü parasal taahhütlerinin zamanında yerine getirilmemesi halinde, bunlar hakkında azami sınırı Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası cari reeskont faiz oranının üç katını geçmemek üzere yönetim kurulunca belirlenecek oranda gecikme zammı tahakkuk ettirilir.

Para Birimi

Madde 49- Vadeli işlemler piyasasında, Türk Lirası veya diğer para birimleri üzerinden alım satım yapılabilir. Buna ilişkin esaslar iç yönetmelikte düzenlenir.

Hüküm Bulunmayan Haller

Madde 50- Bu yönetmelikte hüküm bulunmayan hallerde, sırasıyla Kanun, Tüzük ve bunlara göre çıkarılmış yönetmelik ve tebliğ hükümleri uygulanır.

Tebliğ Çıkarma Yetkisi

Madde 51- Bakanlık, bu yönetmeliğin uygulanması konusunda tebliğler çıkarabilir.

Yürürlükten Kaldırılan Mevzuat

Madde 52- Bu yönetmelikle, 29/8/1996 tarih ve 22742 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan İzmir Ticaret Borsası Vadeli İşlemler Piyasası Genel Yönetmeliği yürürlükten kaldırılmıştır.

Geçici Madde 1- Bu yönetmelik yürürlüğe girinceye kadar vadeli işlemler piyasasının kurulmasına yönelik olarak yapılan izin talepleri, Birliğin de görüğu

alınarak, Bakanlığın bu konuda ilgili borsa nezdinde yapacağı veya yaptıracağı tespit ve değerlendirmelere göre sonuçlandırılır.

Yürürlük

Madde 53- Bu yönetmelik, yayımı tarihinde yürürlüğe girer.

Yürütme

Madde 54- Bu yönetmelik hükümlerini Sanayi ve Ticaret Bakanı yürütür.

Ek B:

VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSALARININ KURULUŞ VE ÇALIŞMA ESASLARI HAKKINDA GENEL YÖNETMELİK

(23.07.1995 tarih ve 22352 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.)

BİRİNCİ KISIM GENEL HÜKÜMLER

Amaç

MADDE 1- Bu yönetmeliğin amacı, 2499 sayılı Kanun’un 558 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile değişik 40ıncı maddesi hükmü uyarınca, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin güven ve istikrar içinde işlem görmesini sağlamak üzere vadeli işlem ve opsiyon borsalarını düzenlemektir.

Kapsam

MADDE 2 - Bu yönetmelik, Türkiye’de bulunan vadeli işlem ve opsiyon borsalarının hukuki statüleri, mali işleri, kuruluş, teşkilat, denetim, çalışma ilke ve esaslarını düzenler.

Kısaltmalar

MADDE 3- Bu yönetmelikte geçen:

- Kanun : 558 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nu,
SPK : Sermaye Piyasası Kurulu'nu,
Borsa : Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği borsaları,
Borsa Yönetmeliği : Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği borsaların çalışma esas ve kurallarını düzenleyen yönetmeliği,
Takas kurumu : Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin takas işlemlerinin gerçekleştireceği takas merkezini,

ifade eder.

Hukuki Statü

MADDE 4-Borsalar, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin güven ve istikrar içinde, serbest rekabet şartları altında kolayca alınıp satılabilmesini sağlamak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmekle yetkili olarak kurulan tüzel kişiliği haiz kuruluşlardır.

Kuruluş

MADDE 5- Borsaların kurulmasına, SPK tarafından karar verilir. Borsaların kurulması faaliyete geçme süresi arasındaki dönemde yapılacak hazırlık çalışmaları SPK'ca yürütülür.

Borsa Üyeleri

MADDE 6-SPK tarafından yapılacak düzenlemeler çerçevesinde yetki belgesi alan kurumlar borsaya üye olabilir.

SPK, borsa üyelerinin sayısını toplam olarak veya gruplar itibariyle sınırlandırılabilir.

Üyeliğin Devri ve Üyelikten Ayrılma

MADDE 7- Borsa Yönetmeliğinin hükümlerine uygun olarak ve yönetim kurulunun onayı ile üyeliğin devri ve üyelikten ayrılmak mümkündür.

Üyelik Teminatı

MADDE 8- Borsa üyeleri, borsa işlemleri dolayısıyla müşterilerine ve borsaya verebilecekleri zararlara karşılık vermek üzere, T.C. Merkez Bankası'na veya bu Bankanın şubesinin bulunmadığı yerlerde muhabiri olan bir kamu bankasına, borsa tüzel kişiliği adına, nakit veya her an paraya çevrilebilir devlet tahvili ya da vadesiz ve

kayıtsız şartsız ödeme taahhüdünü muhtevi banka teminat mektubu şeklinde teminat yatırmak zorundadır.

Yatırılacak teminatın miktarı borsadaki iç hacmi dikkate alarak borsa yönetim kurulu tarafından belirlenir. Üyeler, teminat vermeksizin işlem yapamazlar.

Teminatların tahsili, eksik kalan kısmının tamamlanma ve kullanılma esasları Borsa yönetmeliğinde gösterilir.

Zararların Karşılanması

MADDE 9- Üyelerin müşterilerine veya borsaya verebilecekleri zararlar, sırasıyla;

- a) Üye tarafından kabul edildiği,
- b) Borsanın ilgili komitesine tavsiyesi üzerine borsa yönetim kurulunca kararlaştırıldığı,
- c) Yönetim Kurulu kararına itiraz üzerine SPK tarafından ödeme kararı verildiği,
- d) Anlaşmazlık bir karara bağlandığı,

taktirde, anlaşmaya varılan veya kararlaştırılan meblağ üyelerden tahsil edilir. Bu mümkün olmazsa 8inci maddeye göre teminattan mahsup yapılarak ödenir.

Kurtaj

MADDE 10- Üyeler borsada aracı olarak yaptıkları her işlem için, müşterilerinden kurtaj namıyla bir komisyon alırlar. Kurtaj tarifesi, yönetim kurulunun kararı üzerine SPK onayıyla kesinleşir.

İKİNCİ KISIM BORSA ORGANLARI

BİRİNCİ BÖLÜM GENEL KURUL

Görev ve Yetkileri

MADDE 11-Borsanın üst karar organı olan ve üyelerden oluşan genel kurulun görev ve yetkileri şunlardır:

- a) Yönetim kurulu tarafından hazırlanan borsa yönetmeliklerini onaylamak,
- b) Yönetim kurulu üyelerini seçmek ve ibra etmek; ibra edilmeyen yönetim kurulu üyeleri ile denetçiler hakkında yapılacak işlemleri ve bunların göreve devam

edip etmeyeceklerini karara bağlamak; seçimi genel kurula ait olan komitelerin üyelerini seçmek ve gerektiğinde göreve son vermek,

c) Borsanın genel politikasını belirlemek ve yönetim kuruluna yetki tanıtan haller dışında yönetimle ilgili kararlar almak, yetkili mercilere tekliflerde bulunmak,

d) Yönetim kurulu tarafından hazırlanan yıllık faaliyet raporu ile denetçi raporunu inceleyip karara bağlamak,

e) Borsanın bilançosunu ve gelir-gider hesaplarını inceleyerek karara bağlamak, Personel kadrosunu ve kesin hesabı onaylamak,

f) Gündemde diğer hususları görüşüp karara bağlamak,

g) Mevzuatla kendisine bırakılmış diğer görevleri yerine getirmek,

Davet ve Gündem

MADDE 12- Genel Kurul; her yılın ilk üç ayı içinde Yönetim kurulunun belirleyeceği tarihte olağan olarak toplanır. Genel kurul gerekli hallerde, yönetim kurulu veya denetim kurulunun daveti veya gereğinde SPK'nın daveti üzerine olağanüstü olarak da toplanır.

Genel kurulun gündemi, yönetim kurulunca hazırlanarak ilan edilir. Gündem ve davet mektubu genel kurul üyelerine ve bu yönetmelikte oy hakkı olmaksızın toplantıya katılması ön görülenlere, toplantı tarihinden en az 15 gün önce taahhütlü olarak gönderilir.

Toplantı Usulü

MADDE 13- Genel kurul toplantısı, borsa başkanı tarafından açılır. Başkanlık Divanına, genel kurulca bir başkan ile 2 katip üye seçilir. Toplantı, divan başkanı tarafından gündem çerçevesinde yönetilir.

Genel kurul üyeleri, oylarını bizzat veya vekilleri aracılığı ile kullanabilirler. Genel kurulda bir kişi birden fazla üyeyi temsil edemez.

Oy sayımı ve tasnifi başkanlık divanınca yapılır. Divan gerekli gördüğü taktirde oy tasnifi için bir kurul oluşturulabilir.

Toplantıya katılan üyelerin veya vekillerinin ad ve soyadları ile temsil ettikleri üyenin, unvan ve adresini gösteren ve genel kurul başkanlığı tarafından imza edilen bir cetvel düzenlenerek ilk oyların toplanmasından önce, hazır bulunanların görebilecekleri bir yere asılır. Bu cetvel, toplantıya davete ait diğer belgelerle birlikte genel kurul tutanağına eklenir.

SPK temsilcisi oy hakkı olmaksızın genel kurula katılabilir.

Nisaplar

MADDE 14- Genel Kurul, üyelerin tamsayısının yarısından fazlasının katılımı ile toplanır. İlk toplantıda bu çoğunluk sağlanamadığı taktirde, genel kurul, usulünce

tekrar toplantıya davet olunur. İkinci toplantıda, en az üye tam sayısının dörtte birinin hazır bulunması zorunludur.

Gündem sırasının değiştirilmesi, katılanların salt çoğunluğu ile mümkündür. Gündeme yeni hususların ilave edilebilmesi için üye tam sayısının üçte ikisinin oyu gerekir.

Genel kurulda kararlar, mevcut oyların çoğunluğu ile alınır. Oylar, katılanların kararı gereğince yazılı veya iş'ari usule göre kullanılır.

Kararlar

MADDE 15- Genel kurulda verilen kararlar, yapılan seçimlerin sonuçları ve üyelerin beyanları bir tutanağa geçirilir. Borsa başkanlığı bu tutanağın düzenlenmesi için başkanlık divanı'na yardımcı olur.

Genel kurul tutanakları, başkanlık divanı tarafından imzalandıktan sonra, izleyen ilk iş günü SPK'ya gönderilir.

Genel kurul kararları, SPK'ya tebliğinden itibaren 15 gün sonra yürürlüğe girer. SPK, kendisine sunulan genel kurul kararlarını incelemesi sonucunda bazı hususların değiştirilmesi kanısına varırsa, genel kurulu 15 gün içerisinde toplantıya çağırır ve gerekçelerini bu çağrıda bildirir.

Borsa genel kurulu kararlarına karşı yargı yoluna baş vurulabilir.

İKİNCİ BÖLÜM YÖNETİM KURULU

Yapısı

Madde 16- Borsada bir başkan ve 4 üyeden teşekkül eden beş kişilik bir yönetim kurulu bulunur.

Başkan hariç, üç yönetim kurulu üyesi genel kurulca, bir yönetim kurulu üyesi ilgili borsa yönetmeliğinde SPK'ca belirlenmiş kuruluş tarafından seçilir. Borsa yönetim kurulu üyeliği için genel kurulda aday olacak kişilerin, bu yönetmeliğin 18inci maddesinde belirtilen koşulları taşıması gerekir.

Yönetim Kurulu ilk toplantısında kendi üyeleri arasından bir başkan vekili seçer.

Yönetim Kurulu üyeleri, üç yıllık görev süresi için seçilirler. Süresi biten üyenin tekrar seçilmesi mümkündür. Üyeliğin süre dolmadan boşalması halinde eski üyenin görev süresini tamamlamak üzere, Yönetim Kurulunca yeni bir üye seçilir ve ilk toplantısında Genel Kurulun onayına sunulur. Yönetim Kurulu tarafından seçilmiş üyenin Genel Kurulca tasvip edilmemesi halinde, katıldığı kararlara ve sair üyelik haklarına halel gelmez; bu taktirde genel kurulca, gündemde bulunmasa bile, ayrılan üyenin görev süresini tamamlamak üzere yeni üye seçimi yapılır. Süresi bitmeyen

yönetim kurulu üyeliğinin sona ermesi halinde, yeni seçilen üye boşalan üyenin görev süresini tamamlar.

Görev ve Yetkiler

MADDE 17-Yönetim kurulu;

- a) Borsaya ilişkin her türlü iç mevzuatı hazırlamak,
- b) Borsada işlem görme esaslarını belirlemek,
- c) Borsada işlemlerin mevzuata ve kurallara uygun olarak düzenli bir şekilde yürütülmesini sağlamak,
- d) Genel kurulca kurulanlar dışında yönetmeliklerle belirlenmiş veya ihtiyaç duyulabilecek komiteleri kurarak üyelerini seçmek ve çalışma esaslarını düzenlemek,
- e) Borsa işlemlerinde çıkabilecek uyuşmazlıkları inceleyerek sonuçlandırmak,
- f) Borsa bültenin çıkarmak, borsa tarafından açıklanması gereken bilgileri ve borsada teşekkül eden fiyatların muntazam olarak yayınlanmasını sağlamak,
- g) Borsa işlemleri ile ilgili istatistikler düzenleyerek yayınlamak,
- h) Borsanın bütçesini hazırlayıp genel kurula sunmak,
- ı) Borsanın kadrosunu ve kesin hesabını hazırlayarak genel kurula sunmak,
- j) Borsa gelirlerinin tahsilini ve giderlerinin yapılmasını sağlamak,
- k) Borsa adına imzaya yetkili olanları ve yetki sınırlarını belirlemek,
- l) Her türlü personel atamalarını yapmak ve bu atama yetkisini, gerektiğinde borsa başkanına devretmek,
- m) Üyelik teminat miktarını belirlemek,
- n) Mevzuatla verilen sair görevleri yerine getirmek,
ile görevli ve yetkilidir.

Yönetim Kurulu Üyelerinde Aranacak Özellikler

MADDE 18- Borsa yönetim kurulu üyelerinin;

- a) Ödünç para işleri hakkında mevzuata aykırılıktan veya yüz kızartıcı bir suçtan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığını, ilgili cumhuriyet başsavcılıklarından alacakları belge ile tevsik etmeleri,
- b) Kendileri veya sınırsız sorumlu oldukları kuruluşlar hakkında iflas kararı verilmemiş olması, (ilgililer, iflas etmediklerine dair noterce tasdikli beyanda bulunurlar),
- c) Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında 35 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname ve eklerine göre kendileri veya ortağı olduğu kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmediğini, tasarrufları koruma fonu başkanlığından alınacak belge ile tevsik etmeleri,

d) Faaliyet izinlerinden bir veya birden fazlası sürekli olarak kaldırılmış yahut borsa üyeliğinden sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda, bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması (ilgililer bu niteliği taşıdıklarına dair noterce tasdikli beyanda bulunurlar),

e) Yönetim kurulu üyeleri başta olmak üzere borsa yöneticilerinin yüksek öğrenim kurumlarından mezun olmaları; mali piyasalarda ve vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine konu teşkil eden ilgili nakit piyasalar hakkında bilgi ve mesleki tecrübeye sahip bulunmaları,

gerekir.

Toplantı ve Karar Nisabı

MADDE 19- Borsa yönetim kurulu, borsa başkanının daveti üzerine ayda en az dört defa başkan dahil en az dört üyenin hazır bulunması ile toplanır. Denetçiler, oy sahibi olmaksızın yönetim kurulu toplantılarına katılabilir.

Kararlar, katılan üye sayısının çoğunluğu ile alınır. Oyların eşitliği halinde başkanın katıldığı görüş kabul edilmiş sayılır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

DENETİM KURULU

Yapısı

MADDE 20- Borsanın hesap ve işlemleri üyelerin göstereceği gerçek kişi adaylar arasından genel kurulca seçilecek iki kişiden oluşan denetim kurulu tarafından denetlenir.

Genel kurul ayrıca iki yedek denetçi de seçer. Denetim kurulu üyelerinin görev süresi üç yıldır. Aynı kişinin yeniden seçilmesi mümkündür.

Denetçiliklerden birinin boşalması halinde, boşalan denetçiliğin görev süresi, yerine geçen yedek denetçi tarafından tamamlanır.

Görev ve Yetkileri

MADDE 21- Denetçiler borsanın hesap ve işlemlerini, kanun, kararname, tebliğ ve genel kurul kararları çerçevesinde denetlemekle görevli ve yetkilidirler.

Denetçiler yönetime müdahale edemez; görüşlerini yazılı olarak borsa başkanlığına bildirir ve bir örneğini de SPK'ya gönderirler. Bu raporlardaki işlemle ilgili hususlarda yönetim kurulu gerekli tedbirleri alır. Yönetim kurulunun nazara almadığı, ancak denetçilerin ısrar ettiği teklif ve görüşler SPK'ca incelenir, SPK kararı kesin olup buna göre işlem yapılır.

Borsa başkanlığı, denetçilerin talep edeceği bütün bilgi ve belgeleri vermekle yükümlüdür.

Denetçiler, her yıl sonunda borsanın işlem ve hesapları hazırlayacakları raporu genel kurula sunarlar. Denetçiler, gerekli gördükleri taktirde ara raporlar hazırlayıp görüşlerini ilgili mercilere duyururlar.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM BAŞKANLIK TEŞKİLATI

Borsa Başkanının

Görev ve Yetkileri

MADDE 22- Borsa başkanı, borsanın en üst amiridir. Başbakan tarafından üç yıl için atanır. Borsa başkanı, borsanın yönetimi ve temsili ile görevlidir. İdari ve yargı mercileriyle üçüncü kişilere karşı borsayı, başkan temsil eder.

Yönetim kurulu tarafından kurulmuş komiteler arasında ve bu komitelerle yönetim kurulu arasındaki koordinasyon, borsa başkanı tarafından sağlanır.

Borsa başkanının görevinde bulunmadığı hallerde kanun, kararname ve yönetmelikler çerçevesinde borsa başkanına verilmiş olan görev ve yetkilerin kesimsiz olarak yürütülmesi, başkan vekili tarafından sağlanır.

Borsa başkanı, özel bir kanuna dayanmadıkça resmi veya özel hiçbir görev alamaz, ticaretle uğraşamaz, ortaklıklarda pay sahibi olamaz. Borsada vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alım satım amacı ile dolaylı da olsa emir veremez. Hayır dernekleri ile amacı sosyal yardım ve eğitim işlerine yönelmiş vakıflardaki görevler ve kar amacı gütmeyen kooperatif ortamlığı bu hükmün dışındadır.

Nitelikleri

MADDE 23 - Borsa başkanının yüksek öğrenim görmüş, borsa, bankacılık, iktisat, maliye veya hukuk alanlarında bilgi ve bu alanlarda en az 15 yıllık tecrübe sahibi, Türk vatandaşı olması, kamu haklarından yasaklı ve yüz kızartıcı bir fiilden dolayı hükümlü bulunmaması, iflas etmemiş olması, şarttır.

Borsa Personel Rejimi

MADDE 24 - Borsa işleri, borsa personeli ile yürütülür.

Borsa personelinin işe alınması, özlük hakları ve disiplinine ilişkin esaslar, borsa genel kurulunca düzenlenir.

Borsa Ekspertleri ve Diğer Borsa Personeli

MADDE 25 - Borsa ekspertleri, ilgili borsa yönetmeliğinde belirlenmiş kurallara göre, fiyatların teşekkülünü, alım satım işlemlerinin sonuçlandırılmasını sağlamakla yükümlü olan görevlilerdir.

Borsa yönetim kurulu, borsa işlerinin yürütülmesi için ayrıca yeterli sayıda diğer personeli, 24 üncü maddedeki esaslara göre istihdam eder.

Kamu haklarından yasaklı ve yüz kızartıcı bir fiilden dolayı hükümlü bulunanlar, iflas etmiş olanlar, Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Banker İşlemleri Hakkında 35 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname'ye göre kendisi veya ortak veya yöneticisi olduğu kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmiş olanlar, borsa bankerliği belgesi veya borsa üyelik belgesi iptal edilmiş kuruluşların yöneticileri ve bu iptalde sorumluluğu bulunanlar, borsada görevlendirilemezler.

Borsa personeli, özel bir kanuna dayanmadıkça resmi veya özel hiçbir görev alamaz, ticaretle uğraşamaz, ortaklıklarda pay sahibi olamaz. Borsada vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alım-satım amacı ile dolaylı da olsa emir veremez, hayır dernekleri ile amacı sosyal yardım ve eğitim işlerine yönelmiş vakıflardaki görevler ve kar amacı gütmeyen kooperatif ortaklığı bu hükmün dışındadır.

Görevlilerin Ücretleri

MADDE 26- Borsa organlarında yönetim kurulu başkan ve üyesi, denetçi komite başkan ve üyesi sıfatıyla görev alanlarla borsa personeline ve borsa işlerinde çalışan diğer kişilere, huzur hakkı, gider karşılığı ücret adları altında yapılacak ödemelerin miktar ve kapsamı borsa genel kurulunca kararlaştırılır.

Komiteler

MADDE 27- Borsada, bu Yönetmelikle yönetim kuruluna yardımcı olmak üzere, işin niteliğinin gerektirdiği sayıda komite kurulur.

Komitelerin kurulmasına, üyelerin seçilmesine, çalışma usul ve esaslarına ilişkin ilkeler borsa yönetmeliğinde gösterilir.

ÜÇÜNCÜ KISIM İŞLEM VE TAKAS ESASLARI

Borsalarda Kurulacak Pazarlar

MADDE 28- borsalarda, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği pazarlar, sözleşmelere konu teşkil eden araçların özelliklerine göre, SPK'nın uygun görüşüyle yönetim kurulunca teşekkül ettirilir.

Borsa İşlemleri

MADDE 29-Borsada alım satım işlemleri ,borsa yönetim kurulunca atanan borsa eksperleri huzurunda, borsaya intikal eden arz ve talabin rekabet koşulları altında karşılaştırılması suretiyle yürütülür.

Fiyat Tesbiti ve İlanı

MADDE 30- Kurul tarafından belirlenecek işlem sistemi esas alınarak, alım satım fiyatlarının ve opsiyon priminin belirlenme ve ilan yöntemi borsa yönetmeliği ile düzenlenir.

İşlem Türleri

MADDE 31- Borsalarda işlem türleri aşağıdaki gibidir:

a) Nakit piyasalarda karşılaştırılması muhtemel fiyat riskinin, ilgili aracın konu teşkil ettiği vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesinin alım ve satımı yoluyla giderilmeye veya sınırlandırılmaya çalışıldığı işlemler korunma amaçlı işlemlerdir.

b) Nakit piyasalardaki muhtemel fiyat hareketlerinden sermaye kazancı elde etmek amacıyla yapılan ve ilgili aracın teslimatının amaçlanmadığı alım-satım işlemleri spekülasyon amaçlı işlemlerdir.

Üyeler herbir işlem bazında gerçekleştirilmiş oldukları işlemlerin türünü takas kurumuna bildirmek zorundadırlar.

Uzun Pozisyon

MADDE 32- Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde uzun opsiyon tutma, aşağıdaki gibidir:

a) Vadeli işlem sözleşmelerine ilişkin işlemlerde uzun pozisyon sahibi, sözleşmenin vadesi geldiğinde, sözleşmeye konu teşkil eden aracı, sözleşmede belirtilen fiyattan ve belirlenen miktarda satın almak ya da nakdi mutabakatı sağlamakla yükümlüdür.

b)Opsiyon sözleşmelerinde;

1) Alım opsiyonuna ilişkin uzun pozisyon sahibi, sözleşmenin vadesinde veya vadeye kadar olan süre içinde sözleşmeye konu teşkil eden araçları, sözleşmede belirtilen fiyattan ve belirtilen miktarda satın alma yada nakdi mutabakatta bulunma hakkına sahiptir.

2) Satım opsiyonuna ilişkin uzun pozisyon sahibi, sözleşmenin vadesinde veya vadeye kadar olan süre içinde sözleşmeye konu teşkil eden araçları, sözleşmede belirtilen fiyattan ve belirtilen miktarda satma yada nakdi mutabakatta bulunma hakkına sahiptir.

Kısa Pozisyon

MADDE 33 - Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde kısa pozisyon tutma, aşağıdaki gibidir.

a) Vadeli işlem sözleşmelerine ilişkin işlemlerde kısa opsiyon sahibi, sözleşmenin vadesi geldiğinde, sözleşmeye konu teşkil eden aracı sözleşmede belirtilen fiyattan ve belirtilen miktarda satma veya nakdi mutabakatı sağlamakla yükümlüdür.

b) Opsiyon sözleşmelerinde;

- 1) Alım opsiyonuna ilişkin kısa pozisyon sahibi, sözleşmenin vadesinde veya vadeye kadar olan süre içinde sözleşmeye konu teşkil eden aracı sözleşmede belirtilen fiyattan ve belirtilen miktarda satma ya da nakdi mutabakatı sağlamakla yükümlüdür.
- 2) Satım opsiyonuna ilişkin kısa pozisyon sahibi, sözleşmenin vadesinde veya vadeye kadar olan süre içinde sözleşmeye konu teşkil eden araçları, sözleşmede belirtilen fiyattan ve belirtilen miktarda satın alma yada nakdi mutabakatı sağlamakla yükümlüdür.

Ters İşlem

MADDE 34 - Vadeli işlem sözleşmeleri üzerine ters işlem, tümüyle aynı özelliklere sahip sözleşme türü bazında olmak kaydıyla sözkonusu sözleşmenin işlem gördüğü piyasadaki son işlem gününe kadar uzun pozisyon karşısında kısa pozisyon, kısa pozisyon karşısında ise uzun pozisyon alınarak, pozisyonun netleştirme yoluyla tasfiyesidir.

Opsiyon sözleşmelerinde ters işlem, aynı özelliklere sahip sözleşme türü bazında olmak kaydıyla, sözleşmenin işlem gördüğü piyasadaki son işlem gününe kadar alım opsiyonuna ilişkin uzun pozisyon alındıysa yine alım opsiyonuna ilişkin kısa pozisyon alınarak, alım opsiyonuna ilişkin kısa pozisyon alındıysa yine alım opsiyonuna ilişkin uzun pozisyon alınarak; satım opsiyonuna ilişkin uzun pozisyon alındıysa yine satım opsiyonuna ilişkin kısa pozisyon alınarak, satım opsiyonuna ilişkin kısa pozisyon alındıysa yine satım opsiyonuna ilişkin uzun pozisyon alınarak, pozisyonun netleştirilmesi yoluyla tasfiyesidir.

Açık Pozisyon

MADDE 35 - Netleştirme yoluyla tasfiye edilmemiş pozisyonlar açık pozisyon sayılır.

İşlem Teminatları

MADDE 36 - Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde sözleşme hükümlerinin yerine getirilmesini sağlamak amacıyla içinde bulunulan işlem gününde ters işlemle tasfiye edilmemiş her pozisyon için teminat ödeme zorunluluğu vardır. Gün içinde tutulan pozisyonlar içinde gerekli görülmesi durumunda teminat tutarları teminat

kurumu tarafından üyelerinden talep edilir. Takas üyeleri ise sözkonusu meblağları müşterilerinden ve takas üyesi olmayan üyelerden isterler.

Başlangıç ve sürdürme teminatından oluşan teminatların oranı takas kurumu tarafından üye, işlem ve sözleşme türü bazında saptanır.

Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde teminat olarak kabul edilebilecek kıymetler ve bunların muhafazası takas kurumu tarafından düzenlenir.

Başlangıç Teminatı

MADDE 37 - Kısa veya uzun pozisyon açılırken üyelerin takas kurumu tarafından belirlenmiş orandan az olmamak kaydıyla müşteriden talep etmesi gereken ve müşterilerin de üyelerin hesabına yatırması zorunlu olan tutardır. Başlangıç teminatlarının temini için gerekli süre takas kurumu tarafından belirlenir.

Sürdürme Teminatı

MADDE 38 - Piyasadaki günlük fiyat hareketleri karşısında güncelleştirilen teminat tutarlarının korunması gereken alt düzeydir. Takas kurumu, her gün piyasa fiyatına göre teminat hesaplarını güncelleştirir. Olumsuz fiyat değişimleri karşısında değer kaybı söz konusu olduğunda, başlangıç teminatının sürdürme teminatı olarak takas kurumu tarafından belirlenen düzeyin altına düşmesi durumunda tamamlama çağrısı yapılarak ek teminat yatırılması talep edilir. Sürdürme teminatının tamamlama süresi, takas kurumu tarafından belirlenir.

Takas Kurumu

MADDE 39 - Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri üzerinde yapılan işlemlerin getirdiği yükümlülüklerin izlenmesi ve teslim söz konusu olduğunda sözleşme konusu aracın tesliminin düzenlenmesi veya nakdi mutabakatın sağlanması takas kurumu tarafından yapılır.

Takas kurumu sözleşmelerin değerini esas alarak üyelerin hesaplarını izleyerek sürdürme teminat miktarlarını saptamak ve bunları tamamlamaktan sorumludur. Takas kurumu, her vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesinde alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında ise alıcı konumunda olduğundan takas üyeleri adına garantör olarak hareket eder.

İlgili borsa ve takas kurumu, başlangıç ve sürdürme teminatı dışında garanti fonu benzeri fonlar oluşturulabilir.

Pozisyon Sınırları

MADDE 40- Her bir sözleşme türü bazında, tüm teslimat vadelerinde toplam olarak ya da aynı sözleşme türü bazında çeşitli teslimat vadelerinde ara toplam olarak sahip olunabilecek azami pozisyon borsa tarafından belirlenir.

DÖRDÜNCÜ KISIM
DENETİM, UYUŞMAZLIKLARIN ÇÖZÜMÜ
VE MÜEYYİDELER

Gözetim ve Denetleme Mercileri

MADDE 41- Borsaların ve üyelerin her türlü işlem hesap, kayıt ve defterleri SPK'nın gözetim ve denetimine tabidir.

Borsa yetkilileri, defter, belge ve kayıtlarını, yetkili ve görevli denetim elemanlarına ibraz etmek ve istenen bilgileri vermek zorundadır.

Borsa Üyelerinin Denetimi

MADDE 42 - Borsa üyelerinin borsa işleri ile ilgili hesap ve işlemleri, borsanın yetkili elemanlarınca her zaman incelenebilir. Üyeler, bu incelemelere müsaade etmek, inceleme elemanlarına her türlü kolaylığı göstermek ve yardımda bulunmak, borsa faaliyetleriyle ilgili konularda borsa yetkililerince istenecek her türlü bilgiyi vermek zorundadırlar.

Borsa üyeleri, borsa işlemlerine ilişkin olarak yıllık faaliyet sonuçlarıyla yıl sonu itibariyle düzenlenen bilançolarını, hesap döneminin bitimini izleyen dört ay içinde, bağlı buldukları borsaya vermek zorundadırlar.

Uyuşmazlıkların Çözümü

MADDE 43 - Borsa üyeleri arasında iş ve işlemlerinden doğan uyuşmazlıkların her mercii borsa yönetim kuruludur. Borsa yönetim kurulunun bu kararlarına karşı yargı yoluna başvurulabilir.

Borsa üyeleriyle müşterileri arasındaki uyuşmazlıklar için taraflar, adli yargı yoluna veya borsa yönetim kuruluna başvurabilirler. Borsa yönetim kuruluna başvurulduğu takdirde, yönetim kurulunca verilen kararlara karşı yargı yoluna başvurulabilir.

Uyuşmazlıkların çözümünde uygulanacak usul borsa yönetmeliğinde belirlenir.

Disiplin Cezaları

MADDE 44 - Borsada düzeni dürüstlüğü bozan, işlere hile karıştıran, işlerin açık, düzenli ve dürüst yürütülmesine ilişkin mevzuata ve kararlara aykırı hareket eden üyeler hakkında fiilin nitelik ve önemine göre aşağıdaki disiplin cezaları uygulanır.

- a) Uyarı,
- b) Kınama,
- c) Elli milyon liradan beş milyar liraya kadar para cezası,

- d) Üyenin bir haftadan dört haftaya kadar borsada faaliyetten men edilmesi,
- e) Üyenin bir aydan altı aya kadar borsada faaliyetten men edilmesi,
- f) Üyelikten sürekli çıkarma.

Disiplin cezalarının uygulanmasını gerektiren fiil ve hareketler borsa yönetmeliklerinde ayrıntılı olarak gösterilir.

Disiplin cezaların gerektiren hal ve fiilin nitelik ve önemini dikkate alarak yukarıda yazılı cezalardan birini veya birkaçını birlikte vermeye yönetim kurulu yetkilidir.

Cezayı gerektiren hal ve fiiller üyeler veya bunların yetkili temsilcileri tarafından menfaat sağlamak amacıyla işlenmiş ise birinci fıkranın (c) bendindeki para cezası 250 milyon liradan az olmamak üzere temin edilen menfaatin üç katıdır.

Disiplin cezaları ilgilinin savunması alınmadan verilemez.

Üye ve üye temsilcileri hakkında adli ve cezai kovuşturmaya başlanmış olması, aynı olaydan dolayı aynı kişi için disiplin kovuşturması yapılmasını engellemez.

BEŞİNCİ KISIM

ÇEŞİTLİ HÜKÜMLER

Gelirler

MADDE 45 - Borsaların gelirleri şunlardır:

1. Üyelerden tahsil olunacak giriş aidatı,
2. Üyelerden tahsil olunacak yıllık aidatlar,
3. Disiplin cezası nedeniyle tahsil olunan paralar,
4. Kurtaj ücretlerinden borsa yönetimine ödenecek paylar,
5. Borsa yönetim kurulunca belirlenecek sair aidat, ücret ve tarife payları,
6. Sair gelir ve bağışlar.

Bağışlar dışında, bu maddede belirtilen gelir kalemlerinin miktar ve oranlarıyla bunların tahsil zaman ve şekilleri yönetim kurulunca tesbit edilerek genel kurulun onayına sunulur.

Bütçe ve Kesin Hesap

MADDE 46 - Borsaların bütçe ve kesin hesabı yönetim kurulunun teklifi üzerine genel kurulca onaylanır.

Borsaların Geçici Kapatılması

MADDE 47 - Borsalarda olağandışı menfi gelişmelerin olması halinde, ilgili borsaların geçici olarak kapatılmalarına karar verilebilir.

Borsaların beş iş gününe kadar geçici olarak kapatılmalarına karar almak borsa başkanına aittir.

Borsaların beş günden fazla kapatılmasına borsa yönetim kurulunca karar verilir.

Borsaların bir ay ve daha uzun süreli kapatılmasına ilgili borsanın talebi üzerine SPK tarafından karar verilir.

Sır Saklama Yükümlülüğü

MADDE 48- Borsa başkanı, yönetim kurulu üyeleri, denetçileri ile diğer tüm çalışanları sıfat ve görevleri dolayısıyla öğrendikleri, borsaya ve bu borsaya ilişkisi olan ortaklık, kurum ve diğer her türlü gerçek ve tüzel kişilere ait sırların gizliliğine uymak ve sırları kanunen görevli ve yetkili kılınmış kişi ve mercilerden başkasına herhangi bir suretle açıklamamak, kendilerinin veya üçüncü kişilerin yarar ve zararlarına kullanmamakla yükümlüdürler. Bu yükümlülük, ilgililerin bu borsadaki görevlerinden ayrılmalarından sonra da devam eder.

GEÇİCİ MADDE 1 - İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde açılacak vadeli işlemler pazarının faaliyet esas ve kuralları bu Yönetmeliğin Üçüncü Kısımında yer alan işlem ve takas esasları hükümlerine tabidir.

Yürürlük

MADDE 49 - Bu Yönetmelik yayımı tarihinde yürürlüğe girer.

Yürütme

MADDE 50 - Bu Yönetmelik hükümlerini Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı yürütür.

ÖZGEÇMİŞ

Tez sahibi, 1968 Adapazarı doğumludur. İlk ve orta öğrenimini Adapazarı'nda tamamlamıştır. 1986'da İTÜ Elektrik-Elektronik Fakültesi Elektronik ve Haberleşme Mühendisliği bölümüne girmiş ve 1991 Şubatında mezun olmuştur. Aynı yıl Türk Telekomünikasyon A.Ş. Sakarya Başmüdürlüğü'nde Kontrol Mühendisi olarak çalışmaya başlamıştır. Yine aynı yıl girdiği İTÜ Fen Bilimleri Enstitüsü Elektronik ve Haberleşme Mühendisliği Yüksek Lisans programından çeşitli nedenlerden ötürü ders aşamasında ayrılmak durumunda kalmıştır. 94-95 öğretim yılı kış yarıyılında ise Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Bilim dalında İşletme yüksek lisansına başlamıştır. 94-95 Eğitim yılı sonunda derslerini tamamlayıp kayıt dondurarak askerlik görevini ifa ettikten sonra tez çalışmasına başlamıştır. Halen ilk görev yerinde aynı görevde çalışmaya devam etmektedir.