

**MALA DAYALI FUTURES PİYASALARININ
İŞLEYİŞİ, İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM
BORSASINA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME VE
ÖNERİLER**

Yüksek Lisans Tezi

Serpil ALTINIRMAK

Eskişehir - 1995

**ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
MERKEZ KÜTÜPHANESİ**

Tezin tamamının fotoko uoçaltılmasını istemiyorum.

Serpil Altınırnak

Serpil

T.C.
ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**MALA DAYALI FUTURES PİYASALARININ İŞLEYİŞİ,
İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASINA İLİŞKİN
DEĞERLENDİRME VE ÖNERİLER**

Yüksek Lisans Tezi

Serpil ALTINIRNAK

ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
MERKEZ KÜTÜPHANESİ

Eskişehir - 1995

ÖZET

Bir ülkenin ekonomisinde, dış ekonomik ilişkilerinde ve sosyal yapısında meydana gelen değişmeler, o ülkede finans sistemini oluşturan kurumların, kullanılan finansal araçların çeşitlenmesini beraberinde getirmektedir.

Dünya ekonomisinde gittikçe artan belirsizlikler ve fiyat dalgalanmaları dikkatli bir risk yönetimini zorunlu hale getirmektedir. Finansal sistemin gelişmesiyle ortaya çıkan "vadeli işlem piyasaları", özellikle fiyat dalgalanmalarının yarattığı bu risklerin yönetilmesini sağlayarak geleceğe yönelik tahminlerde bulunmayı kolaylaştırmaktadır.

Özellikle futures işlemlerinin kullanımı ile birlikte fiyatlarda istikrar ve paranın piyasada daha hızlı bir dönüşüm mekanizması sağlaması, ülkemizde futures piyasalarını gündeme getirmiştir. Bu yüzden futures piyasaları ile ilgili bir çalışma yapma zorunluluğu görülmüştür.

Türkiye'de öncelikle pamuk üzerine futures işlemlerinin yapılmaya başlanması planlandığından, çalışma mal piyasalarına yönelik hazırlanmıştır. Ancak mekanizmanın işleyişi açısından finansal araçlar veya mal üzerine işlemler büyük benzerlikler göstermektedir.

Sonuç olarak şu söylenebilir: Türkiye'de gerek mal gerekse finansal araçlar üzerinde vadeli işlemler yapılması zorunlu hale gelmiştir. Bu piyasaların serbest piyasa ekonomisine sağlayacağı katkılardan ve dünya finans sistemiyle bütünleşmemizi sağlayacak avantajlarından vakit kaybetmeden faydalanmalıdır.

ANKARA DOLU ÖNİTİ
MERKEZ KÜTÜPHANESİ

SUMMARY

In a nation's economy, changes in external economical relations and its social structure cause a diversification in financial instruments used, which constitute financial system of that country.

Constantly increasing uncertainties and price fluctuations necessitate a risk management that implemented carefully. Futures market, which emerged thanks to developed financial system, make forecasting easy by managing the risks created especially by price fluctuations.

Futures market has taken attention in Turkey since a more rapidly exchange mechanism of money and stability in prices have been realized using futures transactions. Thus, a study about futures markets became a necessity.

Since futures market transactions were planned to start with cotton market, this study was prepared on commodity markets. Yet, financial instruments and transactions on commodities are similar in terms of operation of the mechanism.

As a result, it became a necessity to use futures transactions on financial institutions. We had better take advantage of the contribution of these markets to free market economy and the integration to the worldwide finance system.

AMACILO ONI...
M...
M...

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ŞEKİLLER LİSTESİ	xii
TABLolar LİSTESİ	xiii
GİRİŞ	1

Birinci Bölüm

BORSALAR, İŞLEVLERİ, VADELİ İŞLEM BORSALARI

I. MENKUL KIYMET VE TİCARET BORSALARI	5
II. BORSALARIN İŞLEVLERİ	6
A. MENKUL KIYMET BORSALARININ İŞLEVLERİ	6
1. Likidite Sağlama İşlevi	6
2. Ekonomiye Kaynak Yaratma İşlevi	7
3. Sermaye Mülkiyetini Geniş Bir Topluma Yayma İşlevi	8
4. Ekonominin Göstergesi Olma İşlevi	8
5. Uzun Vadeli Yatırımların Kısa Vadeli Yatırımlarla Finansmanını Sağlama İşlevi	9
6. Menkul Kıymetlerle İlgili Bilgilere Kolay Ulaşma İşlevi	9
7. Güvence İşlevi	10
8. Sanayide Yapısal İşlevi Kolaylaştırma	10

B. TİCARET BORSALARININ İŞLEVLERİ	11
III. VADELİ İŞLEM BORSALARI	13
A. MENKUL KIYMET BORSALARINDA VADELİ İŞLEMLER	14
B. TİCARET BORSALARINDA VADELİ İŞLEMLER	17

İkinci Bölüm

VADELİ İŞLEM PİYASALARI VE İŞLEM TÜRLERİ

I. VADELİ İŞLEM TÜRLERİ	20
A. FORWARD KONTRATLARI	21
B. FUTURES KONTRATLARI	25
C. OPSİYON KONTRATLARI	26
D. FORWARD VE OPSİYON KONTRATLARLA FUTURES KONTRATLAR ARASINDAKİ FARKLAR	29
E. FUTURES KONTRATLARLA OPSİYON KONTRATLARININ BİRLİKTE KULLANILMASI	33
II. FUTURES KONTRATLARA KONU OLAN MALLAR	35
A. TARIMSAL ÜRÜNLERE DAYALI FUTURES KONTRATLARI	36
B. METALÜRJİK MALLARA DAYALI FUTURES KONTRATLARI	36
C. FAİZ GETİREN VARLIKLARA DAYALI FUTURES KONTRATLARI	37
D. DÖVİZE DAYALI FUTURES KONTRATLARI	38
E. ENDEKS FUTURES KONTRATLARI	38

Üçüncü Bölüm
FUTURES PİYASALARININ İŞLEYİŞİ

I. FUTURES PİYASALARININ ELEMANLARI	40
A. FUTURES KONTRATI	40
B. KORBAY (PİT)	43
C. FUTURES PİYASALARININ TARAFLARI	44
1. Hedger (Risk Sıfırlayıcılar)	45
2. Spekülatörler	49
3. Arbitrajcı	52
II. FUTURES PİYASALARININ İŞLEYİŞİ	52
A. HESAP AÇMA	52
B. EMİRLERİN YERİNE GETİRİLMESİ	53
1. Piyasa Fiyatıyla Emirler (Market Order)	54
2. Sınırlı Emirler (Limit Order)	55
3. Zaman Sınırlı Emirler (Time Limits)	56
4. Açılış ve Kapanış Zamanlı Emirler (Opening- Closing Order)	57
C. TAKAS ODASININ DEVREYE GİRMESİ	57
D. FUTURES KONTRATLARIN FİYATLAMASI	66
1. Spot Fiyatlar	66
2. Futures Fiyatlar	67
3. Basis ve Spot-Futures Fiyat İlişkisi	72
4. Spread	77
E. KONTRATIN SONA ERMESİ VE TESLİM	80

Dördüncü Bölüm
TÜRKİYE'DE TARIMSAL ÜRÜNLERE DAYALI
FUTURES PİYASALARININ OLUŞTURULABİLMESİ İÇİN GEREKLİ
KOŞULLAR

I. TARIMSAL ÜRÜN PİYASALARI	82
A. TARIMSAL ÜRÜN PİYASALARININ ÖZELLİKLERİ	82
B. DEVLET MÜDAHALELERİ	86
C. FUTURES PİYASALARI İLE DESTEKLEME ALIMLARININ ETKİNLİK ÜZERİNE ETKİLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ	91
D. FUTURES PİYASALARININ ETKİN FAALİYETİ İÇİN DİKKAT EDİLMESİ GEREKEN HUSUSLAR	93
II. TARIMSAL BİR ÜRÜN OLARAK PAMUK	94
A. VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN ÖNCELİKLE PAMUK ÜZERİNDE KURULMASININ NEDENLERİ	95
B. PAMUK ÜRÜNÜNÜN TÜRK EKONOMİSİNDEKİ YERİ VE ÖNEMİ	96
1. Ekili Alanlar, Üretim ve Verim İtibariyle Pamuğun Türk Tarımındaki Önemi	96
2. Çalışma Alanı, İstihdam, Geçim İmkanları Bakımından Pamuğun Türk Ekonomisindeki Yeri ve Önemi	96
3. Değişik Endüstrilerin Bir Hammaddesi Olarak Pamuk Ürününün Türk Ekonomisindeki Yeri ve Önemi	97
4. İhracat Maddesi Olarak Pamuk Ürününün Türk Ekonomisindeki Yeri ve Önemi	98
5. Pamuk Ürününün Türkiye Milli Gelirindeki Yeri	98
C. TÜRKİYE'DE PAMUK ÜRÜNÜ POLİTİKALARI	98
D. PAMUK DESTEKLEME POLİTİKALARI	100

E. PAMUK ÜRÜNÜ DESTEKLEME POLİTİKALARI İLE PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN İLGİLENDİRİLMESİ	102
III. PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN İZMİR İLİNDE KURULMASININ GEREKÇELERİ	104
A. PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI İÇİN İZMİR İLİNİN VAR OLAN POTANSİYELİ	105
1. Nüfus Yapısı	105
2. Ekonomik Yapı	105
3. Finansal Potansiyel	108
4. Sosyal Potansiyel	108
IV. İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN KURULMASINA YÖNELİK YASAL DÜZENLEMELER	109

Beşinci Bölüm

İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASININ İŞLEYİŞİ İLE İLGİLİ DEĞERLENDİRME

I. İZMİR TİCARET BORSASININ İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NA SAĞLADIĞI AVANTAJ VE OLANAKLAR	111
1. Fiziki Donatım	113
2. Pamuk İhtisas Borsası Özelliği	114
3. Standart Ürün	114
4. İşlem Tipleri	115
5. Korbey ve Open Outcry Sistemi	117
6. Borsa'da İşlem Yapanlar	118
7. Fiyat Değişkenliği ve Spekülatörler	119
II. İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN YAPISI VE İŞLEYİŞİ	121
A. HUKUKİ DÜZENLEME	121

1. Temel Çerçeve Yasası	121
2. Denetleyici Otorite	122
3. Yardımcı Tamamlayıcı Faktörler	123
B. İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN YÖNETİM YAPISI	123
1. Üyelik	123
2. Yönetim Kurulu	124
3. Komiteler	124
4. Görevliler	125
III. İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN ELEMANLARI	125
A. FUTURES KONTRATI	125
B. KORBAY (PİT)	126
C. TARAFLAR	126
IV. İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN İŞLEYİŞİ	127
V. İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN SEKTÖRLERE SAĞLAYACAĞI İMKANLAR VE YARARLARI	130
A. MİLLİ EKONOMİ AÇISINDAN	130
B. EGE BÖLGESİ BAKIMINDAN	130
C. TEKSTİL VE KONFEKSİYON SANAYİCİLERİ YÖNÜNDEN	131
D. PAMUK ÜRETİCİLERİ YÖNÜNDEN	131
E. İHRACATÇI VE İTHALATÇI YÖNÜNDEN	132
F. RİSK YÜKLENMEK İSTEYEN FİNANS ÇEVRELERİ VE KATILIMCILAR YÖNÜNDEN	132
SONUÇ	133
YARARLANILAN KAYNAKLAR	137

TABLOLAR LİSTESİ

<u>Tablo</u>	<u>Sayfa No</u>
III-1. Pamuk Futures Piyasasında Riskten Korunma Örneği ..	48
III-2. Futures Piyasalarda Emir Süreci	55
III-3. Takas Odası Kurumlarının Karşılaştırılması	59
III-4. Marjin Hesaplaması	63
III-5. Basis Değişikliği Olmayan Bir İşlem Örneği	75
III-6. Basis Değişikliği Aleyhte Olan Bir İşlem Örneği	75
IV-1. Seçilmiş Ürünlerde Destekleme Alım Miktarları/ Üretim Oranları	88
IV-2. Destekleme Fiyatlarındaki Artışın Enflasyonla İlişkisi ..	90
V-1. Türkiye Ticaret Borsaları ve İzmir Ticaret Borsası Yıllık Toplam İzlem Değeri	113
V-2. İzmir Ticaret Borsası'nda İşlem Gören Pamuk Miktar ve Kıymetleri	114
V-3. 1994 Yılında İzmir Ticaret Borsası'nda İşlem Gören Pamuk Türlerinin Miktar ve Kıymetleri	115
V-4. 1994 Yılı İzmir Ticaret Borsası Beyaz Standart-1 Pamuğu İşlem Türleri-Miktarları-Kıymetleri	117
V-5. İzmir Ticaret Borsası Beyaz Standart-1 Pamuk Fiyat Dağılımı	120
V-6. 1994/95 Sezonunda Liverpool A Index ve Ege Standart-1 Pamuğun Fiyat Karşılaştırması	121

ŞEKİLLER LİSTESİ

<u>Şekil</u>	<u>Sayfa No</u>
III-1. Takas Odasının İşleyişi	62
III-2. Teslim Mekanizması	81

GİRİŞ

Son yıllarda Dünya'da meydana gelen, siyasi, ekonomik, sosyal ve teknolojik gelişmeler varolan dengeleri sarsmış, yeni denge arayışları başlamış ve uluslararası ilişkiler yoğunlaşmıştır. Böylece serbest teşebbüse dayalı piyasa ekonomisi ve çağdaş demokratik yaşamın kurumsallaşması önem kazanmıştır. Gerek ülkesel düzeyde ve gerekse uluslararası düzeyde rekabet inanılmaz boyutlara ulaşmıştır. Başta gelişmiş ülkeler olmak üzere tüm ülkeler, dünya pazarlarından pay kapabilmek için amansız bir yarış içine girmişler ve kaliteli üretime yönelmişlerdir. Hızlanan demokratikleşme ve liberalleşme hareketleri neticesinde gümrük duvarları hızla kalkmaya başlamıştır. Değişen Dünya'da teknolojik gelişme ve uluslararası ticaret çok büyük boyutlara ulaşmıştır. Diğer taraftan, uluslararası platformda ortak bir üretim dili zorunlu hale gelmiştir.

Dünya'da meydana gelen bu gelişme ve değişimler Türkiye'de ekonomik ve sosyal yaşamı etkilemiş ve Türkiye son yıllarda önemli değişikliklere sahne olmuştur. Genel olarak Türk insanı demokrasi içinde piyasa ekonomisi modelini bir yaşam tarzı olarak benimsemiştir. Piyasa ekonomisinin yerleşmesi ve istikrarın sağlanması için köklü değişikliklere gidilmiştir. 1970'li yılların sonuna doğru ekonomide

görülen ciddi sorunlar karşısında bozulan istikrarı sağlamak üzere, ithal ikamesine dayalı ekonomik modeli terk eden ve dışa açık piyasa ekonomisi modelini benimseyen “24 Ocak 1980 Kararları” yürürlüğe konulmuştur.

Bu değişiklikler elbette kolay olmamış ve birçok problemi de beraberinde getirmiştir. Bunların başında sektörler arası dengesiz gelişmeler gelmektedir. Alınan istikrar ve teşvik tedbirleri neticesinde sanayi sektörü, istenilen atılımı yapamasa ile, Avrupa Birliği ile “Gümrük Birliği”ne girme noktasına gelebilmiştir. Buna karşılık tarım sektörü sürekli olarak devletin destekleme politikasıyla yaşayabilir durumunu muhafaza etmiştir. Bu gelişmeler sonucu forfaiting, factoring, franchising, leasing, futures ve opsiyon işlemler vb. kavramlar Türkiye’de tartışılır olmuştur. Bunun yanında yeni politika arayışları içine girilmiş ve tarımda destekleme politikasına alternatif politikalar üretilmeye başlanmıştır.

Bu çalışmanın amacı tarım, ticaret ve sanayi sektörleri arasında belirli bir uyumun sağlanmasına yönelik birçok faydalar sağladığı kabul edilen ve gelişmiş ülkelerde geniş uygulama alanı bulabilen ticaret borsalarında yapılan vadeli işlemler (forward, futures ve opsiyon) üzerinde durmak özellikle mala dayalı piyasalarda futures işlemlerin işleyişini inceleyerek Türkiye’de uygulanabilirliği üzerinde durmaktır. Ayrıca kuruluş çalışmaları sürdürülen İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsaları’nın işleyişine yönelik bilgi verilirken çeşitli önerilerde sunulmuştur.

Bu çalışmanın birinci bölümünde, önemi sürekli tekrarlanan ancak istenilen gelişmenin bir türlü sağlanamadığı “borsalar” genel

olarak tanıtılmıştır. Bu bölümde ticaret borsaları ve menkul kıymet borsalarının işlevleri ele alınmıştır. Çalışmanın konusunu ticaret borsalarının oluşturmasına rağmen menkul kıymet borsaları da tanıtılmıştır. bunun nedeni yakın zamanda İ.M.K.B. bünyesinde oluşturulacak vadeli işlemler piyasasının faaliyete geçişi öncesinde bu borsaların önemini vurgulamaktır. Ancak menkul kıymet borsalarında vadeli işlemler ayrı bir çalışma konusu olarak ele alınmalıdır. Bu bölümde vadeli işlemlerin ticaret borsalarında ve menkul kıymet borsalarında yapılabileceğini hatırlatarak bu mekanizma hakkında bilgi verilmesi amaçlanmıştır.

İkinci bölümde, forward, futures ve opsiyon işlemleri ayrı ayrı başlıklar altında incelenmiştir. Bu piyasalarla ilgili tanımlar yapılmış, özellik ve fonksiyonlar ortaya konulmuş ve forward, futures ve opsiyon işlemleri arasındaki farklılık ve benzerlikleri belirlemek amacıyla karşılaştırmalar yapılmıştır. Ayrıca çalışmanın esasını oluşturan futures işlemlere konu olan mallar incelenmiştir.

Üçüncü bölümde, futures piyasalarının işleyişi incelenmiştir. Bu bölümde piyasanın tarafları, elemanları ayrı başlıklar altında incelenirken uygulamanın İzmir pamuk vadeli işlem borsasında yapılacağı düşünülerek örnekler pamuk üzerine düzenlenmiştir. Ayrıca mala dayalı futures piyasalarında fiyat oluşumu konusu da bu bölümde ele alınmıştır.

Dördüncü bölümde, tarımsal ürün piyasalarının özellikleri incelenerek, destekleme politikaları ve bu politikadaki yanlışlar da ele alınmıştır. Destekleme politikalarının ve futures işlemlerinin etkinlik üzerine etkileri incelenerek futures işlemlerinin destekleme politikalarına alternatif bir yöntem olduğukandırıtlanmaya çalışılmıştır.

Bununla bağıntılı olarak tarımsal bir ürün olarak pamuk incelenmiş ve Türkiye’de vadeli işlem borsasının pamuk üzerinde kurulmasının nedenleri açıklığa kavuşturmak amaçlanmıştır. Yine pamuk vadeli işlem borsasının İzmir ilinde kurulma nedenleri de bu bölümde incelenmiştir. Son olarak Türkiye’de vadeli işlem borsalarının kurulmasına yönelik yasal düzenlemeler hakkında bilgi verilmiştir.

Beşinci bölüm uygulama bölümü olarak düşünülmüş ve İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası incelenmiştir. Söz konusu borsanın henüz kurulmamış olması sorun oluşturmakla birlikte, mevcut spot piyasa incelenmiş ve bu piyasanın kurulacak vadeli işlem borsasına sağladığı olanak ve avantajlar incelenmiştir. Üçüncü bölümde futures piyasaların işleyişine ilişkin verilen bilgilerin kurulacak borsada ne şekilde uygulanacağı üzerinde durulmuştur. Ancak İzmir Ticaret Borsası’nda yapılan incelemede vadeli işlem borsasıyla ilgili kesin bilgilere ulaşılamamıştır.

Birinci Bölüm

BORSALAR, İŞLEVLERİ, VADELİ İŞLEM BORSALARI

I. MENKUL KIYMET VE TİCARET BORSALARI

Organize olmuş pazarların en gelişmiş şekli olan borsaların değişik tanımları yapılmaktadır. Sözelimi: “temsili kabil olan mallara (birbirinin yerine geçebilen mal) mahsus organize edilmiş bir pazarın en ileri şekli veya alıcı ve satıcının ya da onların vekillerinin emtia, menkul kıymet, hizmet veya bunlara benzer misliemtia veya kıymetten sayılan diğer şeyler üzerinde muamele yapmak amacıyla biraraya geldikleri belirli sürelerde, belirli yerlerde kurulan organize edilmiş pazar” olarak tanımlanmaktadır¹.

Bu bölümde borsaları konu alan maddeler ve işleyişleri bakımından menkul kıymet borsaları ve ticaret borsaları olarak incelemek mümkündür.

Menkul kıymet borsaları; “borsada işlem görmesi kabul edilen menkul kıymetlerin, alım-satımının kanuni esaslar çerçevesinde, belli

¹ KOTAR Erhan, **Menkul Kıymet Borsalarında Borsa Emirleri ve Muhasebesi**, Eskişehir, İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları, Yayın No: 87/47, (Ankara-1971), s. 21.

kurallara göre, düzen içinde yapılmasını sağlayan, oluşan fiyatların ilanına yetkili, tüzel kişiliğe haiz kurumlardır"².

Ticaret borsaları ise "kanunda belirtilen esaslar çerçevesinde borsaya dahil maddelerin alım ve satımı ve fiyatlarının tesbit ve ilan işleriyle meşgul olmak üzere kurulan tüzel kişiliğe haiz kurumlardır"³.

II. BORSALARIN İŞLEVLERİ

Menkul kıymet ve ticaret borsaları olarak yaptığımız ayrımı işlevler açısından ele aldığımızda her iki borsanın benzer ve değişik işlevleri olduğunu görmek mümkündür.

A. MENKUL KIYMET BORSALARININ İŞLEVLERİ

Menkul kıymet borsalarının ekonomiye sağladığı yarar ve temel işlevleri aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür⁴.

1. Likidite Sağlama İşlevi

Menkul kıymet borsaları daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetler için sürekli bir pazar oluşmasını sağlar. Bu durumda menkul kıymetleri her an almak veya satmak mümkün olacağından menkul kıymetlerin

² 6.10.1984 tarih ve 18537 sayılı Resmi Gazete yayımlanarak yürürlüğe giren "Menkul Kıymet Borsaları, Kuruluş ve Çalışma Esaslarına Ait Yönetmelik".

³ 11.2.1988 tarih ve 19722 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren, Ticaret ve Sanayi Odaları, Ticaret Odaları, Sanayi Odaları, Deniz Ticaret Odaları, Ticaret Borsaları ve Türkiye Ticaret Sanayi, Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği Tüzüğü, md. 30.

⁴ KARSLI Muharrem, **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, Beta Yayınları, III. baskı, (İstanbul-1989), s. 154.

pazarlanabilirliği yani likiditesi sağlanmış olmaktadır. Bu ortamda mali varlıklar yatırımcılar arasında kolaylıkla ve en az maliyetle el değiştirebilmektedir.

Borsalar, ikincil piyasada menkul kıymetlerini elinden çıkaran kimselere birincil piyasadan yeniden menkul kıymet alma imkanı sağlamaktadır. Böylece birincil piyasadaki menkul kıymet ihraçlarına talep artmaktadır. Ayrıca ihraçtan veya ikincil piyasadan menkul kıymet satın alan bir kimse bunları elinden çıkarmak istediği veya zorunlu kaldığı zaman bunda güçlük çekecekse bir daha menkul kıymet satın almak istemeyecektir, bu yüzden de menkul kıymetlere parasını yatırmaktan vazgeçebilecektir⁵.

2. Ekonomiye Kaynak Yaratma İşlevi

Menkul kıymet borsaları tasarruflara hareket ve canlılık kazandırmaktadır. Menkul kıymet borsaları, menkul kıymet arz ve talebinin karşılaştığı piyasalar olmaktadır. Borsalar fon talep edenler, tasarruflarını değerlendirmek isteyenler ve elindeki menkul kıymetleri satmak isteyenleri karşılaştıran pazarlardır. Bu yüzden menkul kıymet borsaları, fon talep eden kuruluşlar için bunu başaraabilecekleri iyi bir piyasa olmaktadır.

Piyasa ekonomisinin hakim olduğu bir ortamda ekonomideki tasarruf seviyelerinin yükseltilmesi ve tasarrufların en verimli yatırım alanlarına kaydırılması şeklinde ortaya konulabilen kaynak sorununun çözümlenmesi için etkin bir piyasanın olması şartı gerekli olmaktadır. Menkul kıymet borsaları, bütçe açığına borçlanmak suretiyle karşılamak isteyen veya elinde bulunan ticari işletmelerin hisse senetlerini halka

⁵ KARSLI , Ön. Ver., s. 154.

satmak isteyen devletin, kısa veya uzun vadeli borç senedi çıkararak borçlanmak isteyen özel sektörün ve hisse senedi çıkararak sermayesine ortak olacak yeni kişi ve kurumlar arayan sınai şirketlerin karşılaşacakları yer olmaktadır⁶.

3. Sermaye Mülkiyetini Geniş Bir Topluma Yayma İşlevi

Menkul kıymet borsaları, halka açılmayı, sermayenin tabana yayılmasını teşvik etmektedir. Piyasada etkinlik yoksa ancak blok halinde satışlar yapılabilmektedir. Ancak etkin ikinci el piyasaların varlığı, menkul kıymetlerin çok sayıda kişiye küçük miktarda ulaşmasını sağlayarak sermayenin tabana yayılmasını mümkün kılabilir. Şirketteki kontrolünü başka büyük bir ortağa devretmek istemeyen ortak için bu nokta hayati önem taşımaktadır.

Ayrıca borsaya menkul kıymetlerini kote ettirebilen şirketler kotasyon işlemiyle tanınmış olmaktadır. Bu sayede şirketler borsayı, halka açılmayı kolaylaştıran bir aracı kuruluş olarak kullanırlar. Bu sayede sermaye mülkiyeti topluma yayılabilmekte ve küçük tasarruflar büyük teşebbüslere ortak olmaktadır⁷.

4. Ekonominin Göstergesi Olma İşlevi

Menkul kıymet borsalarında hergün yüzlerce hisse senedi ve tahvil işlem görmekte olup bunların fiyatları hemen yayınlanmaktadır. Böylece işletmeler sürekli bir değerlendirmeye tabi tutulmuş olmaktadır.

⁶ FERTEKLİGİL Azmi, "Eğitim Semineri Notları", **İ.M.K.B. Araştırma Yayın ve Eğitim Müdürlüğü Yayınları**, Mayıs 1991, s. 12.

⁷ FERTEKLİGİL, Aynı, s. 13.

Hisse senetlerine olan talebe ve sunulan hisse senedi hacmine göre fiyatlar sürekli olarak değişmektedir. Fakat fiyatları etkileyen asıl faktör ihraççı şirketlerin mali bünyeleri, başarı dereceleri ve kârlılık durumları olmaktadır. Eğer şirket başarılı ise hisse senetleri için talep artar ve fiyatlar da yükselebilir. Böylece borsada oluşan fiyatlar yatırımcılar, tasarruf sahipleri, iktisatçılar için yararlı bir gösterge olmaktadır. Bu haliyle borsada belirlenen menkul değer fiyat endeksleri ülkenin genel ekonomik gidişi hakkında tahmin yapmaya yarayan veri niteliğinde olmaktadır. Enflasyonun, yatırımların, gelişme ve kalkınmanın, ekonomi dışı etkenlerin, örneğin politik istikrarsızlık gibi durumların ekonomideki etkilerinin en iyi işlendiği yerlerden birisi borsalar olmaktadır⁸.

5. Uzun Vadeli Yatırımların Kısa Vadeli Yatırımlarla Finansmanını Sağlama İşlevi

Menkul kıymet borsaları şirketler açısından borç doğurucu araçların ihracında söz konusu olan “vade” kısıtının etkisini azaltmaktadır. Şirketler pazarlama güçlüğünden dolayı uzun vadeli araçlar ihraç etmekte zorluk çekmektedir. Bu durum uzun vadeli borçlanmanın maliyetinin yüksek olmasına yol açmaktadır. İkinci el piyasa etkin çalışıyorsa bu kısıt ve ek maliyetler ortadan kalkabilmektedir.

6. Menkul Kıymetlerle İlgili Bilgilere Kolay Ulaşma İşlevi

Menkul kıymet borsaları birinci el piyasasındaki vade, fiyat ve diğer koşulların belirlenmesinde kullanılacak bilgileri sağlamaktadır. Bu

⁸ FERTEKLİGİL, Ön. Ver., s. 14.

durum, şirketlerin daha objektif bilgilere dayanarak kaynak maliyeti hesaplamalarına imkan tanımaktadır. Birinci el piyasada sınırlı kaynakların etkin alanlarda kullanılması sağlanmaktadır. Borsa bülteni ve diğer basın organları vasıtasıyla ikinci el piyasada oluşan fiyat ve oran bilgileri yatırımcılar tarafından en ucuz maliyetle edinilebilmektedir⁹.

7. Güvence İşlevi

Menkul kıymet borsalarında menkul kıymetlerin kota alınması ve kotta kalması için şirketler sürekli olarak denetim altında tutulurlar ve şirketlerle ilgili bilgiler yatırımcının korunması amacıyla en kısa sürede kamuya açıklanmaktadır.

8. Sanayide Yapısal İşlevi Kolaylaştırma

Ekonomide bazı şirketler gelişip büyürler, bazıları da mali güçlerini kaybederek zayıflamaktadır. Bu değişiklik menkul kıymet borsaları vasıtasıyla menkul kıymet fiyatları üzerine yansıtılmaktadır. Mali yönden zayıf olan şirketlerin hisselerini aynı sektörde çalışan diğer sermaye grupları toplayarak zayıflayan şirkete taze kan aşılacaktır. Birleşme, füzyon ve ele geçirme işlemlerinde menkul kıymet borsaları büyük kolaylıklar sağlamaktadır. Ayrıca durumu zayıflayan şirketlerin hisse senetlerinin kamuya çağrıda bulunarak toplanmasıyla (takeover-bid) mali çöküntü önlenmekte ve tasarruf sahiplerinin zararları azaltılmaktadır¹⁰.

⁹ ÜNAL Targan, **Dünya'da ve Türkiye'de Menkul Kıymet Borsaları**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No: 23, (İstanbul-1991), s. 19.

¹⁰ FERTEKLİGİL, Ön. Ver., s. 15.

B. TİCARET BORSALARININ İŞLEVLERİ

Ticaret borsalarının fonksiyonlarının hedefi, dünya ülkelerinin zaman içinde yaşayarak öğrendiği serbest rekabet sisteminin yerleşmesine, kurumsallaşmasına yardımcı olmak, bu istikametteki karar ve uygulamaları desteklemek, gerektiğinde görüş ve önerilerini ortaya koymak, toplumsal çevreye bazı hizmetler götürmektir.

Ticaret borsalarının bu amaçlar doğrultusunda bir ülkenin ekonomik, sosyal, kültürel ve siyasal hayatında önemli fonksiyonları vardır. Ancak ticaret borsaları ekonomik kuruluşlar olduğundan ekonomik fonksiyonlara ağırlık vermek yerinde olacaktır. Bunları aşağıdaki şekilde açıklamak mümkündür¹¹.

- Ticaret borsaları bir ülkenin ekonomik hayatında birinci sırada rol oynayan organize edilmiş piyasalardır. Bunun sebeplerinden birisi ticaret borsalarında gerçekleşen iş hacminin çok büyük değer taşıması olmaktadır. Bu durum, tarım ürünlerinin arz ve talebin yoğun olduğu bir pazarda gerçek değeri ile alınıp satılmasını sağlamaktadır. Çiftçinin ürettiği tarım ürünleri piyasanın mevcut artıları içinde gerçek değerine ulaştığı ölçüde, devletin tarım sektöründe destekleme politikaları sebebiyle üstleneceği mali yük azalmaktadır.
- Ticaret borsalarında teşekkül eden fiyatlar, sadece bölgesel, yöresel, ulusal piyasaların şartlarını ve sadece güncel yaşantımızı yansıtmaz uluslararası piyasa şartlarını da yansıtmaktadır. Bu sebeple, ticaret borsaları, ülke ekonomisinin dışa açılmasını,

¹¹ **Ticaret Borsaları ve İzmir Ticaret Borsası**, İzmir Ticaret Borsası 100. Yıl Etkinlikleri Yayınları. No: 42, (İzmir-1991), s. 21.

ekonominin diğer ekonomilerle bütünleşmesini sağlayan kurumlardır.

- Ticaret borsaları, peşin satışların yanında vadeli işlemlere de olanak sağlayarak, zaman içinde fiyatların istikrara kavuşmasına ve dengelenmesine yardımcı olmaktadır.
- Ticaret borsaları, riskleri dağıtan bir fonksiyon görmektedir. Ticaret borsalarında tüccar belirli bir malın peşin alıcısı veya belirli bir vade için satıcısı olarak, bir eliyle kaybettiğini öteki eliyle alabilir. Bu fonksiyon ticaret borsalarının vadeli muameleleri ile gerçekleşmektedir.
- Ticaret borsalarında standardize olmuş veya belirli tiplere ayrılmış malların alım-satımı yapılmaktadır. Bu nedenle borsalar ihracatın vazgeçilmez şartı olan standardizasyonun gerçekleşmesini zorlayan bir faktör olmaktadır.
- Belirli kalite ve fiyattan ve vadeli olarak mal alım-satımı yapabilen borsalar, sürekliliğin sağlanması ve taahhütlerin zamanında yerine getirilebilmesi bakımından ihracatçıya, yön, hız ve dinamizm kazandırmaktadır.
- Ticaret borsaları, sanayiciye belirli fiyat ve kalitede sürekli hammadde temini sağlamaktadır. Diğer yandan ticaret borsaları ithalatçıya öneriler getirir. İthal edilen tarım ürünlerinin borsa'da arz edilmesine imkan hazırlarken ithal edilecek malın tip ve dünya fiyatlarını ithalatçının öğrenmesine yardım etmektedir¹².
- Ticaret borsaları tüketici menfaatlerini koruma fonksiyonlarını yerine getirmektedir. Gerçek ve adil fiyatların oluşumuna katkıda bulunarak tüketici menfaatlerini korumayı amaçlamaktadır.

¹² TUNCER, Haydar, **Ticaret Borsaları ve Vadeli İşlem Piyasaları**, TOBB Yayınları No: 292, (Ankara-1994), s. 16.

Fiyat yanında bazı malların asgari özellikleriyle, kaliteleriyle ilgili standartları, genel hüküm ve kuralları doğrudan doğruya oluşturarak veya bu konuda Türk Standartları Enstitüsü ile işbirliği yapmaktadır. Ayrıca ticaret borsaları, tüketicinin aldığı mallara, kurdukları laboratuvarlarda özellik kontrolleri yapmaktadır. Böylece tüketim mallarının güvenlik özelliklerine sahip olup olmadığı araştırılır. Bu konu ihracatçımız, dış alıcılarımız ve tüketiciler açısından son derece önem taşımaktadır.

III. VADELİ İŞLEM BORSALARI

İlk vadeli işlemlerin mala dayalı piyasalarda başlamasının ardından finansal vadeli işlem piyasalarının kurulmasını sağlamak için birtakım nedenler gösterilmiştir. Bunları aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz¹³.

- Tahvil portföylerinin, faiz oranlarında oluşabilecek dalgalanmalara karşı korunması,
- Gelecekte alınması planlanan borcun, güncel faiz oranına bağlanması,
- Finansal piyasalarda faiz oranı riskinden korunma,
- Kambiyo işlemleri riskinden korunma,
- Faiz oranı dalgalanmalarına karşı sigorta sağlanması amaçlarıyla finansal piyasalarda vadeli işlemlerin yapılmaya başlanmasının ardından finansal olmayan vadeli işlemler piyasasına göre büyük bir gelişme yaşanmıştır. Bunun nedenleri ise şöylece sıralanabilir¹⁴.

¹³ "Derivatives Survey", **Financial Times** 16 November 1994, s. 1.

¹⁴ FRANCIS Jack C., **Investments, Analysis and Management**, Fifth Edition, McGraw-Hill Inc., (USA-1989), s. 32.

- Riskten korunma,
- Arbitraj fırsatları,
- Kolay spekülasyon fırsatları.

Ancak bu nedenler bir bütün olarak incelendiğinde finansal vadeli işlem piyasalarının esas itibariyle riskten korunma amacı taşıdıkları görülmektedir.

Finansal vadeli işlemler öncelikle faiz oranları, ardından döviz kurları üzerine yapılmaya başlamıştır. Ancak bu bölümde hisse senetleri piyasasında vadeli işlemler üzerinde durulacaktır.

A. MENKUL KIYMET BORSALARINDA VADELİ İŞLEMLER

Vadeli işlemlerin temelini oluşturan forward kontratlar, spot piyasaların mallarda arz ve talep dengesizliklerini karşılayamaması sonucu bir gereklilik olarak doğmuştur. Ancak forward kontratları ani fiyat değişikliklerinden doğan fiyat riskine karşı koruma sağlayamaz. Ayrıca ikincil piyasaları yoktur. Bu durum likidite sorunlarına yol açmaktadır. Bu nedenle forward piyasalara kurumsal bir yapı kazandırılarak ve işlemler belirli kural ve standartlara bağlanarak futures piyasalarının ortaya çıkışı sağlanmıştır¹⁵.

Menkul kıymet borsalarında futures işlemler tek tek hisse senetlerine veya endekse bağlı olarak yapılabilmektedir.

Endeks üzerine yapılan vadeli işlemlerden en çok sözü edilen, S-P index, NYSE composite index üzerine yapılan futures işlemleridir. Bazı

¹⁵ "Gelecek Piyasaları", T.C. Ziraat Bankası Dergisi, (Ankara-1991), Sayı. 2, s. 15.

istisnalar dışında bu kontratlar endeks değerinin 500 katı üzerinden işlem görmektedir. Hisse senedi endeksine dayalı futures işlemlerinde hisse senetlerinin gerçekten el değiştirmesi sözkonusu değildir. Bu yüzden de endeksler üzerine futures işlemi yapmak komisyon, takas ve saklama maliyeti açısından hisse senetlerini gerçekten alıp satmaya göre daha kârlı ve kolay olmaktadır¹⁶.

Bu piyasanın işleyişi oldukça basittir. Kontratın işleme açık olduğu en son gündeki endeks değerinden kontratın satış fiyatı çıkartılır ve bir çarpan ile çarpılır. Sonuç pozitif ise kontrat sahibi kontratı yazan taraftan çarpımın sonucu kadar bir meblağı nakit olarak tahsil eder. Sonuç negatif ise kontrat sahibi kontrat yazan tarafa çarpımın sonucu kadar meblağı nakit ödemektedir. Sözkonusu çarpan, borsalarda her bir tip kontrat için ayrı ayrı belirlenir ve sabittir. Örneğin, bir S-P 500 kontrat çarpanı, 500 \$ olarak kararlaştırılmıştır. Kontratın herhangi bir andaki parasal değeri ait olduğu endeks ile sözü edilen çarpanın çarpılması ile bulunur. S-P 500 endeksinin 110 olduğu bir anda bu endeks üzerine yazılan bir adet kontratın temsil ettiği parasal değer $500\$ \times 110 = 55.000 \$$ olacaktır. Tüm hisse senedi borsa endekslerinde minimum fiyat değişimi (tick) 0.05 endeks puan olmaktadır. Bunu dolar cinsinden ifade etmemiz gerektiğinde daha önce sözü edilen çarpan ile çarpmamız gerekmektedir. Örneğin S-P 500 kontratının parasal değerindeki minimum değişim $25 \$ (0.05 \times 500 \$)$ olmaktadır¹⁷.

Tek tek hisse senetlerine dayalı futures kontratları ise ilk defa 1994 yılında Sidney Vadeli İşlem Borsası'nda üç hisse senedi üzerine yapılmaya başlamıştır. Menkul kıymet borsaları yeterli likiditenin

¹⁶ "Geleceği Alıp Satmak", **Macro Dergisi**, Ağustos 1995, s. 16.

¹⁷ BOYATLI Ömer, "Türev Araçlar ve Bunların Kullanımı", **Finans Dünyası Dergisi**, Sayı: 64, (Nisan-1995), s. 85.

sağlanması amacıyla hem vadeli kontrat hem de kontrata konu olan hisse senetleri için piyasa yapıcılığı (market-maker) sistemi getirmiş, böylelikle arz ve talebin yetersiz kalması durumunda piyasa yapıcılarının arz ve talep yaratarak fiyat oluşumunu sağlamayı amaçlamıştır¹⁸.

Menkul kıymet borsalarında hisse senetleri üzerine yapılan opsiyonlar alım ve satım opsiyonlarıdır. Alım hakkı sağlayan opsiyonu alan kişi, belli bir fiyattan hisse senedi alma hakkını elde etmektedir.

Bireysel hisse senetleri üzerine opsiyonlar toptan kontratlar şeklinde alınıp satılabilirler. Bir opsiyon kontrat normalde ilgili hisse senedinden 1.000 tanesi üzerine yapılan bir opsiyonu göstermektedir. Nadiren de olsa, mevcut opsiyonların sözleşme büyüklüğünü ilgili hisse senedinde ortaya çıkan sermaye değişikliklerini yansıtacak şekilde düzeltmek gerekmektedir.

Hisse senetleri üzerine yapılan opsiyonlar hisse senedi fiyat hareketlerinden ve hisse senedi piyasalarındaki genel dalgalanmalardan faydalanmak üzere fırsatlar sunmaktadır. Bu fırsatları aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz¹⁹:

- Hisse senedinin fiyatında ortaya çıkabilecek düşüşe karşılık güvence olarak,
- Belli bir hisse senedi üzerinde gelir elde etmek,
- Doğrudan spekülasyon yapmak.

¹⁸ LUSKIN Donald, **Index Options and Futures**, John Wiley and Sons, (New York-1987), s. 102.

¹⁹ HULL John, **Options, Futures and Derivative Securities**, Prentice-Hall International Inc., (USA-1993), s. 151-152.

B. TİCARET BORSALARINDA VADELİ İŞLEMLER

Vadeli işlem borsalarının temel amacı; ürün veya finansal araç satın alan ve satanların fiyat değişiklikleri karşısında kendilerini sağlıklı bir biçimde yönetmelerini, diğer bir deyişle, riskten korunmalarını sağlamak ve tasarruf sahiplerine yeni yatırım olanakları vermektir²⁰.

Bu amacı gerçekleştirmek için vadeli işlem borsalarının başlıca fonksiyonları şu şekilde özetlenmiştir.

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

Başlangıç aşamasında mala dayalı işlemler olarak tanınan forward kontratların mala dayalı piyasalardaki payı azalmıştır. Günümüzde

²⁰ "Vadeli İşlem Borsaları", **Ekonomik Trend**, (22 Ocak-1995), s. 42.

yukarıda bahsettiğimiz fonksiyonlar mala dayalı vadeli işlem piyasalarında futures kontratlar ve opsiyonlarla yerine getirilmeye çalışılmaktadır²¹.

Futures kontratlar III. bölümde ayrıntılarıyla açıklanmaya çalışılacaktır. Bu nedenle bu bölümde mala dayalı piyasalarda opsiyon işlemlerinin üzerinde durulmaya çalışılacaktır. Ancak bu konu ayrı bir araştırma konusu olacak kadar uzun ve önemli olduğundan bir örnek yardımıyla anlatılmaya çalışılacaktır.

Örneğin; 24 Kasım 1995 tarihinde SLM 1-1/16" pamuğunun Mart 1996 vadeli fiyatı 80 cents/Libre olsun.

(A) A.Ş. imalat ve satış programına göre Mart 1996 vadeli fiyatı 80 cents/Libre olan pamuktan Libre başına 4 cents opsiyon primi ödeyerek 10 kontrat pamuk alım opsiyonu satın almaktadır.

Böyle bir işlemle opsiyon alıcısı (A) A.Ş. opsiyonun geçerlilik süresi içinde pamuk fiyatlarındaki muhtemel artıştan kendisini korumuş, zararı 4 cents/Libre ile sınırlanmış olmakta, fiyatlardaki düşmeden ise fiyat farkı 4 Cents/Libre'yi aştığı ölçüde yararlanmış olacaktır.

Mala dayalı vadeli işlem borsalarında yapılan işlemler sonucu ulaşılan yararları aşağıdaki şekilde özetleyebiliriz²².

- Üretimde sürekli bir gelişme,
- Verimliliğin artması,

²¹ "Devrim", **Dünya** (6 Ocak-1995), s. 15.

²² **Vadeli İşlem Borsaları İçin Temel Rehber**, İzmir Ticaret Borsası Yayınları, Yayın No: 51, İzmir, (Eylül-1993), s. 42.

- Tarımsal ürünlerde kendi kendine yeterliliğin dinamik bir gelişmeye ulaşması,
- Tarımsal ürünlerin fiziksel işlemlerle ilgili hizmetlerin geliştirilmesi,
- Vadeli işlem piyasalarında çok sayıda alıcı ve satıcının serbest rekabet şartları içinde işlem yapması sonucunda gerçek piyasa fiyatlarının oluşması,
- Alım satımların değer olarak %90'ından fazlasının ürünün kesin teslimi ile değil, ters yönlü bir pozisyonla kapatılması,
- Kontrat alım-satım değerinin %3-%10'u kadar teminat ile işlemlerin yürütülmesi ve bu nedenle küçük bir teminatla büyük hacimde işlem yapılabilmesi,
- Finansal güvence sistemi ile işlemleri yapanlara tam bir güvencenin sağlanması,
- Üretici, ihracatçı, ithalatçı, sanayici gibi kesimlerin stok yönetim politikalarının iyileştirilmesi,
- Ekonomiye ve piyasaya likidite kazandırılmasıdır.

İkinci Bölüm

VADELİ İŞLEM PİYASALARI VE İŞLEM TÜRLERİ

I. VADELİ İŞLEM TÜRLERİ

Dünya borsacılığının gelişmesi ve bugün ulaştığı düzey uzun süren bir tarihsel gelişmenin sonucudur. Bu evrimde ilk aşama spot işlemlere, ara aşama olarak forward kontratlara, daha sonrada futures kontratlara ve opsiyonlara dayalı vadeli kontrat piyasalarına dönüşüm şeklinde bir gelişme izlenmiştir.

Spot işlemler; fiziki piyasada teslim yapılan, alım-satımın yapıldığı gün veya alımı takip eden günün akşamına kadar ürünün teslim, tesellüm ve bedelin ödenmesiyle tanımlanan borsa işlemleridir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve İzmir ticaret borsası spot işlemlerin yapıldığı borsalardır.

Bahsettiğimiz gelişmenin ikinci aşaması olan forward kontratlar organize piyasa işlemi olmamasına rağmen futures kontratlara geçişte bir basamak olması ve İzmir ticaret borsası'nda 1990 yılına kadar yaklaşık 100 yıl uygulanması nedeniyle çalışmamızda ayrı bir başlık altında incelenecektir.

Opsiyon, bu çalışmaya vadeli işlem türü olarak ve futures kontratlarla çeşitli kombinasyonları olması nedeniyle dahil edilmiştir. Aslında çok daha detaylı incelenmesi gereken önemli bir konudur.

İncelenen yabancı kaynaklardan çevirilerde futures kelimesi geleceğe yönelik vadeli işlemler olarak alınmıştır. Ancak bu durumda futures kelimesinin içine forward ve opsiyon işlemleride dahil edilmektedir. Ancak bu çalışmada futures kelimesi tek başına bir isim olarak kullanılmıştır. Vadeli işlem piyasaları dendiğinde ise forward, future ve opsiyon kontratlarının yapılabildiği piyasalar anlatılmak istenmektedir.

Konu riskten korunmak olduğunda swap tekniğininde incelenmesi gerektiği akla gelebilir. Ancak swap, değiş tokuş yada trampa anlamına gelirken, döviz kurları ya da faiz oranlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan riskleri minimize etmek amacıyla kullanılır. Bu haliyle döviz işlerinde vadeli piyasa imkanı olmadığı zamanlarda kullanılır. Bu yönüyle konu dışında tutulmalıdır²³.

A. FORWARD KONTRATLARI

Standardizasyonun olmadığı, tarafların kontrat yaparken her türlü serbestiye sahip olduğu, kontratlarda herhangi bir garanti mekanizmasının bulunmadığı ve bu yönüyle taraflar arasında karşılıklı güvene dayanan, ürünün teslim tarihi ve bedelinin alınacağı vadeyi belirleyen nama yazılı kontratlar forward kontratlarıdır ve bazı

²³ GÜMÜŞELİ Saniye, "Swap Piyasaları", **Kalkınma Dergisi**, Türkiye Kalkınma Bankası Yayını, (Haziran-1991), Sayı 37, s. 47.

özelliklere sahiptirler²⁴. Bu özellikleri aşağıdaki şekilde açıklamak mümkündür.

- Forward kontratlarında alıcı, belirli bir ihtiyacını karşılayacak bir varlık için kontrat yapmak ister, bu kontratların gerçekleşebilmesi için aynı özelliklere sahip ve aynı miktarda mal veya finansal aracı teslim etmeye istekli başka bir tarafın bulunması şarttır²⁵.
- Forward kontratlarının amacı, kontrata konu olan maddenin sağlanmasıdır. Maddenin teslimi ve bedelinin ödenmesiyle kontrat sona erer.
- Forward kontratların yapılabilmesi için herhangi bir özel mekana ihtiyaç yoktur. Alıcı ve satıcı istediği yer ve zamanda anlaşarak kontratı imzalayabilir.
- Forward kontratların nama yazılı olması dolayısıyla devri kolay olmamakta dolayısıyla ikincil piyasası bulunmamaktadır.
- Forward kontratlarda tarafların kontrattan doğan sorumlulukları genellikle kontrat süresinin sonuna kadar devam eder ve likidite kontrat süresinin sonunda gerçekleşir.
- Forward kontratlarda tarafların kontrattan doğan yükümlülüklerini garanti eden bir kurum yoktur. Dolayısıyla forward kontratlar genellikle birbirini iyi tanıyan kişiler arasında gerçekleştirilir²⁶.

²⁴ TUNCER Oğuz Haydar, Ön. Ver., s. 28.

²⁵ YÜKÇÜ Süleyman, YÜCEL Tülay, **Bankacılıkta Türev Ürünlerinin Muhasebeleştirilmesi. Bugünkü Durum ve Yapılması Gerekenler**, TOBB Yayınları, Yayın No: 191, (İzmir-1995), s. 3.

²⁶ ARMAN Kırım, "Gelecek Piyasaları", **Bankacılık Dergisi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Sayı 3, (Ekim-1990), s. 30.

- Forward kontratlarda kontrat konusu maddeler için daha önceden belirlenen her zaman geçerli standartlar sözkonusu değildir²⁷.
- Forward kontratların yapılabilmesi için herhangi bir aracıya ihtiyaç yoktur.
- Forward kontratlarında teminat kurumu yoktur.
- Forward kontratları için ayrı bir hukuki düzenleme yapmaya gerek görülmeksizin işlemler o ülkede mevcut hukuk düzeni içinde yürütülebilmektedir²⁸.

Forward kontratlar, futures piyasalarının son yıllarda gösterdiği gelişme nedeniyle ikinci plana atılmış ve daha çok döviz ve faiz üzerine yapılmaya başlamıştır. Halbuki forward kontratları ilk olarak mal üzerine yapılmaya başlamış ancak futures işlemlerin mala dayalı işlemlerdeki payının artması forward işlemlerin bu daldaki etkinliğini azaltmıştır. Forward işlemler buğday, arpa, pamuk, demir-çelik, petrol gibi mallar üzerinde yapılabildiği gibi, devlet tahvilleri, hazine bonoları, hisse senetleri, faiz, döviz üzerinde de yapılabilmektedir²⁹.

Forward kontratlarının alıcı ve satıcı tarafları kontrat yapma amaçlarına göre "hedger" ve "spekülatör" olarak ikiye ayırır. Hedgerler içinde bulunduğu pozisyon ya da yaptığı işlem sebebiyle karşılaştığı riskleri minimum kılmaya çalışırken, spekülatörler, kâr elde etme amacıyla hareket ederek, piyasadaki değişikliklerden yararlanmayı umarlar. Bu sebeplerle maruz kaldıkları riskleri arttırırlar. Forward işlemlerde üçüncü taraf olan arbitrajcılar ise sınırlı düzeyde işleme katılırlar. Arbitrajcılar daha çok futures işlemlerde temel taraflardan

²⁷ TUNCER, Ön. Ver., s. 30.

²⁸ GÜCENMA Ümit, **Türkiye'de Sermaye Piyasası'nda Son Gelişmeler**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 181, Ankara, (Nisan-1994), s. 42.

²⁹ TUNCER, Ön. Ver., s. 31.

birisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Arbitrajcılar vadeli kontratların fiyatlarındaki zaman ve mekana bağlı farklılıklardan yararlanarak kazanç elde etmeyi amaçlamaktadır³⁰.

Forward kontratlarının kısaca bahsetmeye çalıştığımız alıcı ve satıcı taraflara, sağladığı birtakım avantaj ve dezavantajlar bulunmaktadır.

Forward kontratlarda satıcı pozisyonundaki taraf, satmak istediği mal veya hizmeti ileri bir tarihte satmayı garanti altına alarak önemli risklerden birisi olan fiyat dalgalanmalarından doğan riskten korunmaktadır. Alıcı pozisyonundaki taraf ise ileri bir tarihte ihtiyacı olan mal veya hizmeti yeni fiyat riskinden korunarak satın alabilme imkanına kavuşmaktadır. Bu durumda alıcı ve satıcı taraf geleceğin belirsizliğini ortadan kaldırmış olmaktadır.

Ancak, fiyat riskinden korunma avantajı sağlarken forward kontratlar, bir dezavantajda beraberinde getirmektedir. Öyleki forward kontratlar, güven ağırlıklı kontratlar olmaları itibariyle karşı tarafın iflası veya ölümü gibi durumlarda veya başka bir nedenle taahhüdünü yerine getirememesi halinde çok büyük zararlara yol açmaktadır.

Forward kontratlarda teminatın hiç olmaması veya çok düşük olması da spekülörler için büyük kazanç kapılarını aralamaktadır. Yine forward kontratlarda teslimin zorunlu olması, spekülörlerin spot piyasa ile forward piyasa arasındaki dengesizliklerden faydalanarak arbitraj yapmasına zemin hazırlamaktadır. Ancak kontratın sona

³⁰ ERDEM Yusuf, **Vadeli İşlem Piyasaları Forward & Futures ve Türkiye'de Oluşumunun Ekonomik Şartları**, Türkiye Kalkınma Bankası Yayınları, Ankara, (Ocak-1993), s. 32.

erdirilme güçlüğü nedeniyle vade tarihini beklemek spekülörlerin işlem hacmini azaltmaktadır.

Forward kontratlar spot piyasada malın fiyat oluşumuna katkı sağlarken aşırı fiyat dalgalanmalarının önüne geçer. Ancak spekülörlerin yoğun forward kontratı yapması halinde gerçeği yansıtmayan piyasa fiyatlarında ortaya çıkabilir³¹.

B. FUTURES KONTRATLARI

Gerek işlem gören maddeler ve gerekse sistemin işleyişi açısından tam bir standardizasyonun olduğu, yapılan kontratın borsa organizasyon şeması içinde yer alan takas odası tarafından garanti altına alındığı vadeyi belirleyen, hamiline yazılı ve devredilebilen kontratlardır³².

Tanımından da anlaşıldığı gibi futures piyasalarında esas olarak nitelikleri belirlenmiş, standart bir maddenin gelecekteki bir fiyat üzerinden teslimini kayda bağlayan kontratlar işlem görmektedir. Burada standart bir mal, belirli bir teslim tarihi ve belirli bir teslim fiyatı sözkonusudur. Tüm bunlar teslim tarihinden önce kontrat imzalanırken hükme bağlanmaktadır.

Futures kontratlarının yapılabilmesi için özel bir yasanın olması gerekmektedir. Ülkedeki mevcut yasal düzenlemeler yeterli değildir. Bu çerçevede futures kontratlarının özelliklerini ve işlevlerini şöyle sıralayabiliriz³³.

³¹ BOYATLI Ömer, Ön. Ver., s. 84.

³² TUNCER, Ön. Ver., s. 40.

³³ SAK Güven, "Futures Piyasaları ve Bunların Türkiye'de Olabilirliğine İlişkin Değerlendirme ve Öneriler", **SPK Araştırma Raporu**, Ankara, (Ekim-1989), s. 2.

- Futures kontratın amacı kontrata konu olan maddelerin gelecekteki fiyatının alınıp-satılmasıdır. Futures kontratlarında, kontrat konusu olan maddenin teslimi nadiren gerçekleşmekte sözleşme %93 ters yönlü bir işlemle sona ermektedir.
- Futures kontratlar hamiline yazılı olup üçüncü kişilere devredilmesi kolay olmaktadır. Bu yönüyle spekülâtörler için cazip bir hal almaktadır.
- Futures kontratlarında taraflar kontratları diledikleri zaman likidite edebilmektedir.
- Futures kontratlar, kontratların yapılması için tahsis olunan özel yerlerde kayıt altına alınmaktadır. Alıcı ve satıcılar belirlenen kurallara uymak zorundadırlar.
- Futures kontratlarda alım-satımlar için belirli standartlar getirilmiştir. Dolayısıyla alım satımlar bu standartlarla gerçekleşmektedir.
- Futures kontratlarında, tarafların borsaya üye olmaları gerekmektedir. Eğer borsa üyesi olmayan bir kişi işlem yapmak istiyorsa borsa üyesi bir aracıya komisyon ödeyerek alım-satım yapabilmektedir.
- Futures kontratlarında günlük hesaplama ve teminat sistemi sözkonusudur. Teminat miktarı takas odası tarafından belirlenmektedir. Bu miktar kontrat tutarının %10'unu geçmemektedir.
- Futures kontratlarında fiyatlar serbest rekabet şartları içinde oluşmaktadır.

C. OPSİYON KONTRATLARI

Opsiyon iki taraf arasındaki bir kontrattır. Bir taraf diğerine belli koşullar altında bir maddenin belirtilen pay tutarını (genellikle 100 ve 100'ün katları) satma veya satın alma hakkını garanti eder. Bu madde

bir hisse senedi, tahvil, vadeli işlemler anlaşması, faiz oranı veya döviz olabilir. Karşı taraf önceden belirli bir fiyattan satınalma veya satma imtiyazı için taahhüte girmeksizin bir prim ödemektedir³⁴.

Günümüzde opsiyon kontratları hisse senetleri, hisse senetleri endeksleri, devlet tahvilleri, bonolar ve çeşitli mallar üzerinde uygulanabilmektedir. Hangi çeşit mal üzerinde uygulanırsa uygulansın opsiyonların iki ana çeşidinden sözetmek mümkün olmaktadır. “Put” ve “call” opsiyonlar. Put opsiyonu satma opsiyonu olup sahibine önceden belirlenmiş bir fiyattan sabit bir süre içinde seçtiği malın 100 payını (veya katlarını) satma opsiyonunu veren pazarlanabilir bir kontrattır. Call opsiyon ise satınalma opsiyonu olup alıcısına belirtilmiş bir dönem süresince, belirtilmiş bir fiyattan sözkonusu aracın belirtilmiş bir tutarını satınalma hakkı vermektedir³⁵. Listelenen opsiyon borsasında işlem gören put ve call opsiyonları genellikle 30-60-90-180 veya 270 gün için yazılmaktadır. Opsiyonun kullanılabilceği son tarih sona erme tarihi veya vadesi olarak adlandırılmaktadır. Opsiyon kontratı için ödenen fiyata da “prim” adı verilmektedir³⁶.

Opsiyonun kullanılabilceği süre, çeşidine bağılı olmaktadır. Bunlar Amerikan ve Avrupa opsiyonudur. Amerikan opsiyonunda etkin bir piyasa olduğundan opsiyon alıcısı vadeden önce herhangi bir zamanda opsiyonunu kullanma hakkına sahip olmaktadır. Avrupa opsiyonunda ise alıcı sadece vadesinde veya vadeden kısa bir süre önce opsiyonunu kullanabilmektedir³⁷.

³⁴ KURTAY Selma, “Opsiyon İşlemler ve Opsiyon Piyasaları”, **SPK Araştırma Raporu**, (Ankara-1989), s. 6.

³⁵ “Futures / Options Türkiye ve Dünya Uygulamaları”, **İntercon Danışmanlık ve Eğitim Hizmetleri Seminer Notları** (11-14 Mart 1992), s. 37.

³⁶ ARMAN Kırım, “Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları”, **Bankalar Dergisi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Yıl: 2, Sayı: 5, (Temmuz-1991), s. 40.

³⁷ GÜMÜŞELİ Saniye, **Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 179, (Ankara-1994), s. 58.

Opsiyon kontratlarında iki taraftan sözetmek mümkündür. Opsiyon yazan (hazırlayan ve satan) taraf kontrat şartlarını yerine getirmeyi belli bir prim karşılığında taahhüt ederken opsiyonu satın alan taraf kontrat şartlarını yerine getirip getirmeme hakkına sözkonusu primi ödeyerek sahip olmaktadır.

Call opsiyonu yazan taraf, opsiyonu satın alan tarafın sahip olduğu hakkı kullanarak opsiyonu işleme koyması durumunda, kontratta belirtilen malın, belirtilen tarihte, belirtilen fiyatta, belirtilen kalite ve miktarda, belirtilen yerde satışını yapmakla yükümlü olmaktadır.

Put opsiyonu yazan taraf, opsiyonu satın alan tarafın sahip olduğu hakkı kullanarak opsiyonu işleme koyması durumunda, kontrat şartlarına uygun olarak alım yapmakla yükümlü olmaktadır. Yani call opsiyon satın alan taraf, kontrata konu malı alıp almama hakkını satın almış olurken Put opsiyonu satın alan taraf ise kontrata konu malı satıp satmama hakkını satın almış olmaktadır³⁸.

Opsiyon işlemlerinde kısaca bahsettiğimiz taraflar opsiyon kontratlarını organize piyasalarda işleme koyabildikleri gibi organize olmayan piyasalarda da işlem yapabilmektedir.

Organize olmayan piyasalarda işlem gören opsiyon kontratları döviz opsiyonları olmaktadır. Bu kontratlarda özellikler, miktar, fiyat, haklar, belirlenen mal veya finansal araçlar taraflarca ikili anlaşmayla belirlenir. Organize piyasalar dışı döviz opsiyonları daha çok ticari ve yatırım bankaları tarafından uygulanmaktadır.

³⁸ HULL John, Ön. Ver., s. 136-138.

Opsiyon işlemlerinin taraflara verdiği büyük avantaj ve dezavantajlardan da söz etmek yerinde olabilir. Opsiyon işlemi alıcısı için, opsiyon bir hakkı temsil etmekte olup en olumsuz şartlarda bile maksimum zararı ödediği primle sınırlı iken kârı teorik olarak sınırsız olmaktadır. Bu büyük kâr olanağının oluşturduğu avantajın opsiyon satıcısı için geçerli olduğunu söylemek mümkün olmamaktadır. Opsiyon satıcısı için opsiyon işleminin bir yükümlülük getirdiğinden daha önce kısaca bahsetmiştik. Bu yüzden opsiyon satıcısının en olumlu şartlarda dahi maksimum kârı tahsil ettiği prim miktarı ile sınırlı olup, zararı ise teorik olarak sınırsız olmaktadır³⁹.

D. FORWARD VE OPSİYON KONTRATLARLA FUTURES KONTRATLAR ARASINDAKİ FARKLAR

Forward ve Futures kontratlar çok karıştırılmasına rağmen aralarında önemli farklılıklar mevcut olmaktadır. Bu farklılıkları aşağıdaki şekilde açıklayabilmek mümkün olmaktadır⁴⁰.

Amaç Farklılığı; Forward kontratların amacı, fiziki malın tedarik edilmesidir. Bu nedenle, önceden saptanan tarihte fiziki malın teslimi ve ödemenin yapılmasıyla son bulmaktadır.

Futures kontratların amacı ise, fiyat alım-satımıdır. Kontratların %97-98'i ters yönlü bir işlem ile tasfiye olmaktadır. Fiziki malın teslimi nadiren gerçekleşmektedir.

Standardizasyon Farklılığı; Forward kontratlarda malın kalitesi, miktarı, teslimi, ödemesi, teslim ve ödeme yerleri alıcı ve satıcı arasında serbestçe belirlenmektedir.

³⁹ Intercon Danışmanlık, Ön. Ver., s. 33.

⁴⁰ **Vadeli İşlem Borsaları İçin Temel Rehber (Futures ve Options)**, Ön. Ver., s. 7.

Futures kontratlarda ise, malın kalitesi, miktarı, teslim ve ödeme zamanı ve yerleri standart olmaktadır.

Fiyat Aleniyeti Farklılığı; Forward kontratlarda fiyat alıcı ve satıcı arasında çok kez gizlilik içinde belirlenmektedir.

Futures kontratlarında fiyat işlem yapma hakkına sahip üyelere özgü, alım-satımın yüksek sesle serbest rekabet şartları içinde açıkça yapıldığı korbey denilen sekiz kenar bir anfi tiyatrodan oluşup hemen yayılmaktadır.

Kişisel ve Anonim Olma Farklılığı; Forward kontratlar kişisel bir özellik taşımaktadır. İşlem güvenilirliği kişisel tanıma dayalı olmaktadır.

Futures kontratlarda güvenirliliğin esası kişisel tanıma değil, takas odası ve bu odada yürütülen teminat sistemi olmaktadır.

Hareket ve Ciro Farklılığı; Forward kontratlarda tarafların sorumluluğu kontrat süresinin sonuna kadar devam etmektedir, likitidasyon ise kontrat süresinin sonunda gerçekleşmektedir.

Futures kontratlarında ise, alıcı ve satıcılar kontratları diledikleri zaman likide edebilmekte, ters yönlü bir işlemle sorumluluktan çıkabilmektedirler.

Futures kontratlarla opsiyon kontratlarını da aşağıdaki şekilde bir ayrıma tabi tutmak mümkün olmaktadır⁴¹.

⁴¹ WALNSEY Julsan, **New Financial Instruments**, John Wiley & Sons Co., (USA-1988), s. 69.

Biçimsel Bakımdan; Gerek futures gerek opsiyon kontratları; malın türü, miktarı, kontratın geçerlilik süresi, malın teslim ve teslim yerleri gibi koşullar bakımından standartlaştırılmış kontratlardır.

Her iki kontrat tipinde sadece fiyat, yüksek sesle pazarlık sistemi çerçevesinde oluşmaktadır.

Kontratın Dayandığı Temel Felsefe Bakımından; Futures ve opsiyon kontratları temelde aynı amaca dönük, aynı güvenlik sisteminin esasını oluşturan takas odasından yararlanılmaktadır.

Amaç, spekülasyon ve riskten korunmaktır. Futures kontratlarındaki başlangıç ve değişkenlik teminatı nasıl takas odası aracılığıyla yürütülüyorsa, opsiyon kontratlarında da, opsiyon primleri takas odası aracılığıyla ödenmektedir.

Ancak opsiyon kontratları futureslara göre zararını sınırlamak veya sınırlı kâr ile yetinmek isteyenler için daha esnek kontratlar olmaktadır.

Kâr ve Zarar Potansiyeli Bakımından; Futures kontratlarında, kontrat alıcılarının ve satıcılarının kâr ve zarar potansiyelleri sınırsız olmaktadır.

Opsiyon kontratlarında ise opsiyon hakkını satın almış olan tarafın kâr potansiyeli sınırsız, zararı ise opsiyon primi ile sınırlı olmaktadır.

Opsiyon hakkını satan tarafın kârı; aldığı opsiyon primi ile sınırlıyken, zararı sınırsız olmaktadır.

Teminatlar Bakımından Karşılaştırma; Futures kontratlarında tarafların başlangıç ve değişkenlik teminatı kurallarına uyma zorunluluğu olmaktadır.

Opsiyon kontratlarında ise, opsiyon alıcısının riski ödediği primle sınırlanmaktadır. Teminat yatırma yükümlülüğü ise mevcut değildir.

Opsiyon satıcısının riski ise aynı futures katılımcılarının riskine eşdeğer olduğundan teminat yükümlülüğü mevcut olmaktadır.

Prim ve Tercih Hakkı Bakımından; Futures kontratlarında tarafların birbirine verdikleri bir prim sözkonusu değildir. Dolayısıyla karşı tarafa tanınan bir öncelik hakkı, bir tercih hakkı mevcut değildir.

Opsiyon kontratlarında opsiyon hakkını satın alan taraf opsiyon hakkını satan tarafa iade edilmesi sözkonusu olmayan bir prim ödemektedir.

Hakların Kapsamı Bakımından: Bir futures kontratında alıcı ve satıcının hakları eşdeğer olmaktadır. Diğer bir deyişle, taraflar dilediğinde futures piyasasında ters yönlü bir işlemle kontratı likidite etmesi, böylece kontrat yükümlülüklerinden kurtularak, piyasadan çıkması olası olmaktadır.

Opsiyon kontratında ise, alıcı ve satıcı açısından farklı durumlar sözkonusu olmaktadır. Sözgelimi opsiyon hakkına sahip olan taraf, opsiyon kontratında belirlenen süre içinde hakkını kullanmayarak opsiyonu geçersiz duruma getirebilmektedir.

E. FUTURES KONTRATLARLA OPSİYON KONTRATLARININ BİRLİKTE KULLANILMASI

Futures kontratlarla opsiyon kontratlarının anlatılmasına geçilmeden önce futures kontrat yerine opsiyon kontrat alınmasının nedenleri üzerinde durulmalıdır.

Bir opsiyon almanın esas yararı sağladığı sınırlı risk olmaktadır. Tacir futures piyasalarda satın almayı ifade eden uzun durum aldığı zaman bir para marjı gerekmektedir. Ayrıca, eğer piyasa tacirin beklediğinin tersi yönde hareket edecek olursa, tacirin durumunu koruyabilmesi için daha fazla marj gerekebilmektedir. Opsiyon işleminde ise opsiyon almak için bir prim ödendiğini ve piyasa istenilen yönde gelişmezse zararın ödenilen prim kadar olacağını biliyoruz⁴².

Örneğin; pamuk fiyatlarının düşeceğinden ümitli bir tacirin vadeli piyasalara katılarak yüksek kaldıraçtan yararlanmak istediğini düşünebiliriz. Tacir iki seçim hakkına sahip olmaktadır. Futures kontratı satın almak veya futures kontratı üzerine bir opsiyon satın almak. Tacirin birinci alternatifi seçtiğini kabul edebiliriz. Uzun durumda pamuğun piyasada değerlendirildiğini varsayabiliriz. Eğer piyasada pamuk fiyatı 4/kg'a yükselirse, tacir 20.000 \$ kâr etmiş olacaktır. (11 \$ x 20.000 = 20.000 \$/kg.) Tacir futures işlem yerine bir call opsiyonu satın almayı tercih ederse, pamuk üzerine Aralık ayı call opsiyonununun 3 \$/kg pazarlık fiyatından satın alınması halinde opsiyon için (0.03x10.000=6.00\$) 600 \$'lık bir prim ödeyecektir. Pamuğun fiyatı 4 \$/kg'a yükseldiğinde opsiyon hamili 14.400 \$'lık (20.000-600) bir kâr elde edecektir. Bu durumda tacir, futures kontratından, opsiyon işlemine göre daha çok kazanmış olacaktır.

⁴² KURTAY, Ön. Ver., s. 19.

Ancak pamuğun fiyatı yükselmek yerine 2 \$/kg'a düşerse ne olacaktır? Uzun durum (long position) olarak futures işlem yapan tacir 10.000 \$ zarar etmiş olacaktır. Ancak, futures işlem yapanların çoğu zarar bu kadar büyümeden uzun durumlarını çözmektedir. Bununla birlikte fiyat aniden yükselmeye geçerse, futures işlem yapan tacir hiçbir kâr sağlayamayacaktır. Bu durum, opsiyon işlemcisinin iki avantajını örneklemektedir. Sınırlı risk ve güçlü kalma. Eğer fiyat düşmeye başlar ve beklenenden yavaş yükselmeye devam ederse, call opsiyonunun hamili opsiyonunu kullanmamayı tercih edecektir. En çok, ödediği primi kaybedecektir.

Opsiyon hamilinin ikinci avantajı güçlü kalmaktır. Bu durum, futures işlem durumunun hamili, işlemi çözmekte zorlanırken opsiyon hamilinin zaman kazanması olarak da ifade edilebilmektedir. Opsiyon vadesinin 6 ay olduğunu varsayarsak, opsiyon hamili bu zaman süresince fiyat artışından faydalanabilmektedir⁴³.

Mala dayalı opsiyonların çoğu kullanılmamaktadır. Eğer bir kıymetin kârı sözkonusu futures kontratındaki bir fiyat hareketinden sonuçlanırsa, put ve call opsiyonu yalnızca borsanın katında yerini tutar ve kâr elde edilir. Bununla birlikte, futures ve opsiyon işlemlerinin birleştiği yollar bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki şekilde gösterilebilmektedir⁴⁴.

- - Opsiyon, futures kontratındaki zararları sınırlandırmak için kullanılabilir. İşlemci, futures piyasasında uzun durum alırsa, bir put opsiyonu da satın alarak bunu koruyucu sibop gibi kullanabilmektedir.

⁴³ KURTAY, Ön. Ver., s. 22.

⁴⁴ KURTAY, Ön. Ver., s. 17.

- - Opsiyon, futures kontratında arkadan gelen bir durdurma olarak kullanılabilir. Piyasa beklenen yönde hareket ederse ve bir kıymet kazancı elde edilirse, zıt bir opsiyon durumu varsayılarak arkadan gelen bir durdurma olarak kullanılabilir. Bir put opsiyonu uzun futures kontrat kârlarını, bir call opsiyonu ise futures piyasasında kısa kârları korumak için kullanılabilir.

- - Opsiyon, futures piyasasındaki kârlı bir duruma katkıda bulunmak için satın alınabilir. Futures piyasasında uzun durum alındığını ve işlemcinin uzun duruma düşük riskli bir yöntemle yardım etmek istediğini varsaymak mümkündür. Burada bir call opsiyonu satın alınabilir ve piyasa yükselmeye devam ederse, işlemci opsiyonun maliyeti dışındaki her kazançtan kâr elde edebilecektir. Piyasa düşme yönünde ise, opsiyonda kaybedilen tek şey prim olmaktadır. Futures piyasasında kârlı bir kısa duruma katkıda bulunmak amacıyla da, bir put opsiyonu kullanmak mümkündür.

II. FUTURES KONTRATLARA KONU OLAN MALLAR

Futures kontratlarının ilk ortaya çıkışı 19. yüzyılın ikinci yarısına kadar uzanmaktadır. Amerika'da buğday çiftçileri ile başlatılan futures kontratları 1848 yılında Chiago Board of Trade (CBT) piyasasında işlem görmeye başlamıştır. Bu dönemde zırai ürünlerle sınırlı kalan futures kontratları daha sonraları altın, petrol gibi doğal kaynaklar, döviz, faiz ve borsa endeksi üzerine yapılmaya başlamıştır⁴⁵.

ABD'ndeki futures piyasalarına baktığımızda 1970'li yıllarda 30 milyon futures kontratı yapılırken, 1987 yılı sonu itibariyle bu rakam

⁴⁵ BLANK C. Stevan, CARTER A. Colin, SCHMIESING H. Brian, **Futures and Options Markets**, Prentice-Hall Inc., (USA-1991), s. 7.

225 milyon futures kontratına ulaşmıştır. Bu rakamlar futures piyasalarının hızlı gelişimini göstermektedir. Bu gelişmede 1987 yılı itibariyle toplam futures kontratların %82-6'sı ile finansal değerler başı çekerken, finansal olmayan değerler üzerine yapılan futures kontratlarının oranı %17.4 olmuştur⁴⁶.

A. TARIMSAL ÜRÜNLERE DAYALI FUTURES KONTRATLARI

Tarımsal ürünler, futures kontratlarına konu olan ilk ürünler olarak karşımıza çıkmaktadır. Dünya'da belli başlı borsalarda işlem gören ürünler, buğday,, mısır, yulaf, soya fasülyesi, kolza tohumu yağı, yün, pamuk, palmiye yağı, şeker, kakao, kahve, patates ve pirinçtir⁴⁷. Amerikan futures piyasalarında ise buğday, pirinç, mısır, yün, kakao, kahve, soya fasülyesi ve şeker işlem görmekte olup, bu ürünlere dayalı futures kontratları toplam futures kontratlarının %19'u olarak gerçekleşmektedir⁴⁸.

B. METALÜRJİK MALLARA DAYALI FUTURES KONTRATLARI

Futures kontratları petrol, altın, bakır, gümüş gibi metalürjik mallar üzerine düzenlenebilmektedir. ABD'de futures piyasalarında, altın, gümüş, platin, bakır, alüminyum, gazlar, ham petrol ve fuel-oil işlem gören metalürjik mallardır., Bu mallara dayalı futures kontratları, 1987 yılı sonu itibariyle toplam futures kontratlarının %18.2'si oranında gerçekleşmiştir⁴⁹.

⁴⁶ APAK Sudi, **Uluslararası Finansal Teknikler**, Emlak Bankası Yayınları, İstanbul, (Nisan-1995), s. 17.

⁴⁷ BLANK-CARTER and SCHMIESING, Ön. Ver., s. 8.

⁴⁸ DUFFIE, Darrell, **Futures Markets**, Prentice-Hall Inc., (USA-1988), s. 9.

⁴⁹ DUFFIE, Aynı, s. 10.

C. FAİZ GETİREN VARLIKLARA DAYALI FUTURES KONTRATLARI

Faiz futures kontratları, para piyasasında mevduat hesabı veya faiz getiren mali enstrümanların önceden belirlenmiş ileri bir tarihte ve yine önceden belirlenmiş bir faiz oranı üzerinden dönüşüm yapma esasına dayanmaktadır.

Son yıllarda devlet tahvili ve bazı sabit getirili menkul kıymetlerin getirilerinde önemli dalgalanmalar görülmektedir. Bu dalgalanmalar tahvil, hazine bonosu ve diğer bazı sabit getirili menkul değerlere yatırım yapan yatırımcıları önemli ölçüde riske maruz bırakabilmektedir. Faiz oranlarında meydana gelen önemli dalgalanmalar nedeniyle doğacak riski gidermek amacıyla geliştirilen yeni finansal araçlardan en popülerleri faiz oranı futures kontratları olmaktadır.

Faiz futures kontratlarının mali riski bertaraf etme işlevini bir örnekle açıklamak mümkün olmaktadır. İki ay sonra gelecek yatırılabılır bir fonun, mevduat faizlerindeki olası bir düşüş sonucunda daha az bir faizle yatırılması riskini veya üç ay sonra piyasaya sürülecek olan finansman bonosu programının faizlerin olası yükselmesi sonucu çok daha düşük bir fiyata satılma risklerini, faiz futures piyasaları aracılığıyla azaltmak veya tamamen ortadan kaldırmak mümkün olabilmektedir. Faiz kontratları, Eurcurrency (Eurodollar ve Eurosterling) üzerinden olabileceği gibi faiz getirili mali enstrümanlardan da oluşabilmektedir. Bunlardan T. Bill (A.B.D. hazinesinin kısa dönemli borçlanma gereksinimlerini karşılamak için çıkarılan hazine bonosu), T. Bond (A.B.D. hazinesinin uzun dönemli finansman gereksinimlerini karşılamak için çıkarılan devlet tahvilleri) temel oluşturabilir⁵⁰.

⁵⁰ EROL Ümit, **Futures Piyasaları**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 190, Ankara, (Ekim-1994), s. 69.

D. DÖVİZE DAYALI FUTURES KONTRATLARI

Belirli bir dövizin sabit bir miktarının, başka bir döviz karşılığında, kurunun bugünden belirlenmesi, ancak dövizlerin tesliminin belirlenmiş ileri bir tarihte gerçekleştirileceği anlaşmalardır.

Her futures kontratının standart vadesi ve tutarı olduğundan, döviz futures kontratlarının yapıldığı iki borsadan biri olan International Monetary Market'da (IMM) döviz futures kontratları Mart, Haziran, Eylül ve Aralık aylarının üçüncü çarşambaları teslim edilmektedir. Yine döviz futures kontratlarında işlem gören dövizin cinsi de sınırlı olmaktadır. Örneğin, International Monetary Market'da altı çeşit döviz işlem görmektedir. Dolar karşılığı olan bu dövizler İngiliz Sterlini, Avusturya Doları, Kanada Doları, Japon Yeni, İsviçre Frangı ve Alman Markı olmaktadır.

Döviz futures kontratları forward kontratlardan farklı olmaktadır. Çünkü bankalar tarafından veya bankalararası piyasalarda işlem yapılmamaktadır. Döviz futures kontratlarında döviz, organize bir borsada işlem görmektedir ve kontrat sonunda döviz alıcısına ödeme ulusal para cinsinden yapılmaktadır⁵¹.

E. ENDEKS FUTURES KONTRATLARI

Endeks futures kontratları, belli bir borsa fiyat endeksi ile değeri belirlenen hisse senedi portföyünün ileri bir tarihte fiyatı bugünden belirlenmek koşuluyla alınıp satılmasını içermektedir. Bu kontratların temel işlevi herhangi bir hisse senedi portföyünün sistematik riskine

⁵¹ YÜKÇÜ, Ön. Ver., s. 30.

karşı koruma sağlamaktır. Teslim tarihi geldiğinde spot piyasadaki endeks değeri ile futures kontratında belirtilen endeks değeri arasındaki fark anlaşmayı satan yada alan tarafa nakit ödenmektedir. Endeks kontratlarında diğerlerine kıyasla fiziki teslimat hiç yapılmamaktadır.

Bu tür futures kontratları, en yeni finansal futures kontratlarından birisi olmaktadır. Genellikle, kurumsal yatırımcılar yatırım fonları, emekli sandıkları, hayat sigorta şirketleri tarafından kullanılmaktadır.

Endeks kontratları belli başlı bazı uluslararası endekslere dayalı olarak oluşturulmaktadır. Bunlar arasında en fazla işlem gören Majör Market Index (MMI) futures kontratları, New York Stock Exchange Composite Index (NYSE) kontratları Londra'da Financial Times Stock Exchange 100 (FTSE 100) endeksi en yaygın kullanılan futures kontrat endeksleri olmaktadır⁵².

Endeks futures kontratlarında, kontratın piyasa fiyatı ile borsanın belirlediği sabit bir birimin (100 ile 500 arasında) borsa endeksi ile çarpılması ile bulunmaktadır. Örneğin; NYSE futures kontratının büyüklüğü USD 500'dur. Bu durumda NYSE'nin işlem yapıldığı günlük değeri USD çarpanı ile çarpılarak kontratın parasal değeri bulunup bu fiyattan satılmaktadır. İleride teslim tarihindeki endeks değeri yine USD 500 ile çarpılarak iki parasal eğer arasındaki fark kontrat sahibine ödenmektedir. Böylece hisse senedi sahibi almak istediği hisse senetlerini yüksek fiyattan alma ve elindeki hisse senetlerini düşük satma riskine karşı korunmuş olmaktadır⁵³.

⁵² AKSEL, Eyüboğlu, Ayşe, **Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No: 121, (Temmuz-1995), s. 45.

⁵³ **Sermaye Piyasası Araçlarına Dayalı Future ve Option Sözleşmelerinin Fiyatlaması**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, No: 1, (Haziran-1995), s. 22.

Üçüncü Bölüm

FUTURES PİYASALARININ İŞLEYİŞİ

I. FUTURES PİYASALARININ ELEMANLARI

Futures piyasalarını oluşturan elemanlardan bahsetmeden önce futures kontratının temel özelliklerini anlamaya çalışmakta fayda görülmektedir.

A. FUTURES KONTRATI

Günümüzde geleneksel finansal ürünler nakit, borç ve özsermaye olurken, yeni finansal ürünler olarak, futures kontratlar, faiz ve döviz swapları ve opsiyonlar karşımıza çıkmaktadır. ABD'de Finansal Muhasebe Standartları Kurulunca (FASB) finansal ürünler tanımlanmıştır. FASB'ın hem geleneksel finansal araçları hemde temel nitelikli yeni araçları kapsayan genel tanımı uyarınca bir finansal araç, ya nakit ya da bir işletmede mülkiyet payı belgesi veya iki işletme arasında aşağıdaki hak ve yükümlülükleri içeren bir kontrattır⁵⁴.

⁵⁴ ÖNCE Saime, **Türev Ürünlerin Muhasebe Sorunları ve Bankalar İçin Muhasebeleştirme Şekilleri**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 192, (Eskişehir-1995), s.

Kontrat, bir işletmeyi ikinci bir işletmeye

- nakit veya başka bir finansal araç teslim etme veya
- ikinci işletmeyle sonucu kendi zararına olabilecek bir finansal araç takası yapma yükümlülüğü altına sokmaktadır.

Kontrat, ikinci işletmeye birinci işletmeden

- nakit veya başka bir finansal araç teslim almak veya
- birinci işletmeyle sonucu kendi yararına olabilecek başka bir finansal ürün takası yapma hakkını vermektedir.

Futures kontratları önceden saptanmış kurallar içinde vadeli işlem borsalarında işlem görmektedir. Bir futures kontratında ilgili ürünün,

- Cinsi
- Kalitesi
- Miktarı (Lot), kontrat ünitesi
- Ürünün teslim ve teslim edileceği yer
- Ürünün teslim ve teslim tarihi (vade) belirtilmektedir.

Bir futures kontratı örneği konunun anlaşılmasına yardımcı olabilir.

Borsa	: İzmir Ticaret Borsası
Kontrat konusu	: Pamuk
Miktarı	: 100 ton (Birim kontrat 20 ton)
Teslim tarihi	: Mart, Mayıs
Teslim şartları	: SLM 1-1/17" (42) kalitede pamuk antrepo makbuzuyla herhangi bir işlem günü teslim edilecektir.
En düşük fiyat	: Kontrat başı 90 milyon TL. (20 ton x 4.500.000) = 90 milyon
Kontrat tarihi	: Ağustos

Tekstilci (A), Ağustos 1995 tarihinde Tüccar (B)'den Mart 1996'da teslim içeren 100 ton pamuk kontratı satın almak istemektedir. Başka bir deyişle, tekstilci (A), 6 ay vadeli olarak pamuk kontratı satın alacaktır. Ağustos 1995'te 1 kg pamuk fiyatı 3.500 TL'dir. Türkiye'deki enflasyonu da gözönüne alan tekstilci (A), Mart ayında fiyatların yükseleceğini tahmin etmektedir. Bu düşünceyle Mart ayı teslim şartlarıyla 100 ton pamuğu 4500 TL/kg satın almak üzere teklif vermektedir. Buna karşılık tüccar (B), kontrat tarihinde (Ağustos 1995)'de spot fiyatı 3500 TL/kg olan pamuğu, Mart 1996'da 4500 TL/kg olacağı tahmininde bulunmaktadır. Böylece Tekstilci (A) ve Tüccar (B) kontrat tarihinde anlaşma sağlarlar. Tekstilci (A), 6 ay vadeli 5 birim kontratı (her birim 20 ton) satın almış olmaktadır.

Mart 1996'da piyasadaki fiyatların şöylece gerçekleştiğini varsayabiliriz.

Spot (peşin fiyatlar) : 5000 TL/kg
 Futures (kontrat) fiyatı : 4500 TL/kg

6 aylık dönem sonunda (Mart 1996) tekstilci (A), spot piyasada 5000 TL/kg olan pamuğu, Ağustos 1995'te yaptığı kontrat gereği 4500 TL/kg'dan temin etmiş olmaktadır. Böylece tekstilci (A) (5000-4500 = 500 TL/kg) kâr elde etmiş ve kontrat miktarı 100 ton olduğu için,

$100.000 \text{ kg} \times 500 \text{ TL/kg} = 50.000.000 \text{ TL}$ kazançlı çıkmış olmaktadır.

Bu örnekte futures işleminin 6 aylık vade sonunda gerçekleştiği varsayımından hareket edilmektedir. Tatbikatta genellikle alım-satım yapanlar (hedger, spekülâtör, arbitrajcı) kontrat vadesinin sonunu beklemeden, fiyat değişikliklerini tahmin ederek kontratın el

değiştirmesi gerçekleştirilmekte ve boylice fiyat değişikliklerini iyi tahmin edenler kazançlı çıkmaktadır. Başka bir deyişle, tekstilci (A) rnekte belirlenen vade sonunu beklemeden, alıcı ve uygun fiyatı bulduğu takdirde bu kontratı vade tarihi içinde herhangi bir zamanda nc bir kişiye satabilmektedir. Futures piyasalara derinlik kazandıran ve likidite sağlayan en önemli özellik, futures kontratlarının kolayca el değiştirmesidir.

B. KORBAY (BIT)

Vadeli işlem borsalarında korbeyin, klasik borsalardan farklı şekilde düzenlenmiş ve uygulamalardan farklı şekillerde yapıldığı bir mekan olarak kabul edilmektedir.

Korbey vadeli işlem borsalarında işlem yapmak hakkına sahip olan üyelere özgü, alım satımın yüksek sesle ve serbest kurallarına göre açıkça yapıldığı bir sekiz kenar - anfi tiyatrodur.

Korbeyde alım-satımlar gelecekteki belirli dönemin belirli ayları için yapılmaktadır. Örneğin New York Pamuk Borsası'nda alım-satımı izleyen ayı izleyecek 17 aylık bir dönemin Mart, Mayıs, Temmuz, Ekim, Aralık ayları için gerekleřtirilmektedir⁵⁵.

Korbey'de işlemler yönetim kurulu tarafından belirlenen saatlerde, yüksek sesle ve serbest rekabet kuralları çerçevesinde yapılmaktadır. Işlemler zil sesiyle başlayıp zaman dolduğunda ikinci zil sesiyle bitmektedir. Başlama ve bitiş zillerinden önce uyarıda bulunmaktadır. Kural olarak belirlenen srenin dışında işlem yapmak kesinlikle

⁵⁵ **Ticaret Borsacılığında Yeni Gelişmeler, Vadeli Işlem Piyasaları**, TOBB Yayınları No: Genel 289 BİM: 27, (Ankara-1994), s. 40.

yasaktır. Korbey'de gerçekleşen alım-satım işlemlerinin kendine göre bir dili vardır. Örnek olarak İzmir Ticaret Borsası korbey'inde işlemler saat 12.20'de başlar ve korbey saati 20 dakikaya ayarlanıp alım-satım işlemleri başlatılmaktadır. Satıcı standart-I, 100 ton pamuğu, fiyatı 15.000 TL'den satışa sunmaktadır. İşlem şu şekilde gelişebilmektedir⁵⁶.

- Standart-I, 100 ton, 15.000 TL/kg
- Satarım,
- Alıcıyım,
- Yaz

Talepte bulunan kişi alıcıyım "yaz" dediği zaman anlaşma oluşur ve korbeydeki görevli memur, alıcı ve satıcıyı, malın tipi, menşei, fiyat ve miktarını, peşin veya vadeli olduğunu yazmaktadır. Sürenin bitiminde korbey dağılmaktadır. Böylece oluşan fiyatlar günün "rayiç fiyatı" olmaktadır⁵⁷.

Vadeli işleme konu olan ürün ve araçların fiyatı cents/Libre, cents/kg, birimi ile ifade edilmektedir.

B. FUTURES PİYASALARININ TARAFLARI

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

Futures piyasalarının katılımcılarını esas itibariyle üç grupta toplamak mümkündür:

⁵⁶ **Ticaret Borsaları**, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yayınları, No: Genel: 164, (Ankara-1990), s. 29.

⁵⁷ **Ticaret Borsaları ve İzmir Ticaret Borsası**, Ön. Ver., s. 10.

1. Hedger (Risk Sıfırlayıcılar)

Hedger'ler gelecekteki bir tarihte satın almak veya satmak istedikleri mal, döviz veya mali araçların fiyatlarında, işlemin vadesine kadar geçen sürede meydana gelebilecek değişikliklerden doğabilecek riskten korunmak amacıyla hareket etmektedir⁵⁸.

Bunu basit bir örnekle açıklamak mümkün olmaktadır. Bir pamuk üreticisinin veya tüccarının, bir tekstilciyle ileride belirli bir tarihte mal satışına dayanan bir anlaşma yaptığını düşünebiliriz. Söz konusu tarihe kadar geçecek süre içinde pamuk fiyatlarında bir düşme olması durumunda, üreticinin veya tüccarın nakit piyasada bir zarara uğraması riski doğacaktır. Bu durumda satıcının piyasada bir gelecek kontratı satması ile fiyat düşmesinden dolayı uğrayacağı zararı bir ölçüde azaltması veya gidermesi mümkün olabilecektir. Benzer şekilde gelecekte satın alınacak bir malın fiyatının o tarihe kadar geçecek sürede yükselmesi durumundan kaçınan bir alıcı, söz konusu mal için bir futures kontratı satın alarak riske karşı kendini koruyabilir. Ancak burada riskten korunma işlemleri, zarardan korunmayı sağlayabildiği gibi kazançtan korunma sonucuna da yol açabilmektedir⁵⁹.

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

⁵⁸ DEMİRÇELİK Adalet, SOYDEMİR Selim, "Futures Markets", **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, Sermaye Piyasası Kütüphanesi 2584, Ankara, (Ekim-1989), s. 17.

⁵⁹ LUSKIN L. Donald, **Index Options and Futures**, Computer Research by P.C. John Wiley and Sons, (USA-1987), s. 255.

Hedging olayı, herhangi bir tüccarın veya üreticinin üretiminin maliyetini veya satış fiyatını daha etkin bir şekilde planlamasına yardımcı olmaktadır. Hedging amacıyla futures piyasalarının kullanılmasını konumuz gereği pamuk üzerine geliştirmek mümkün olmaktadır.

3 Temmuz 1995 günü, pamuk spot ve futures piyasasında durum şöyledir:

- SLM 19-1/16"(41) kalitede pamuğun
- Spot piyasa fiyatı 58.18 cent/Libre (128 cents/kg)
- Mart 1996 teslim vadeli kontrat fiyatı 61.36 cents/Libre) 135 cents/kg'dır.

3 Temmuz 1995 günü,

Pamuk spot ve futures piyasalarını inceleyen pamuk aracı tüccarı

(A)

- SLM 1-1/16"(41) kalitede 200.000 kg pamuğu
- Mart 1996 tarihinde
- İzmir'de, Alsancak teslim yerinde,
- 61.36 cents/Libre, 135 cents/kg fiyatta
- Korbey'de yüksek sesle satışa hazır olduğu teklifinde bulunmaktadır.

Korbey'de

(B) A.Ş.'nin aracı kurumuna verdiği emir doğrultusunda, aracı kurum (C) A.Ş. bu teklifi uygun görerek kabul etmektedir.

Böylece alım-satım kontratı yapılmaktadır.

3 Temmuz 1995 tarihinde

(A) spot pamuk piyasasından 128 Cents/kg fiyatla pamuk alıp bunu Mart 1996 tarihine kadar muhafaza etmek olanağı bulabilmektedir. Ancak, bu durumda (A) parasını bu süre için pamuğa bağlamak, böylece sermayenin gerçek veya alternatif maliyetini, bazı depo, koruma giderlerini yüklenmek zorunluluğunda kalacağını bilmektedir. Bu nedenle bu yöntemi uygulamayı istememektedir.

Ayrıca, (A) Mart 1996 ayna kadar pamuk fiyatlarının artmasından da endişe duymaktadır. Bu nedenle 3 Temmuz 1995 - Mart 1996 tarihleri arasında fiyat yükselmelerinden korunmak istemektedir.

Bu korumayı gerçekleştirmek için (A) pamuk futures piyasasından

- Mart 1996 teslim vadeli
- Kontrat ünitesi 50.000 Libre (20.000 kg)
- 135 Cents/kg fiyattan
- 20.000 kgx10 kontrat (200.000 kg) pamuk satın almaktadır.

28 Şubat 1996 tarihinde, diğer bir deyişle aradan 8 ay geçtikten sonra, pamuk fiyatlarının gerçekten (A)'nın endişelendiği gibi gerek spot piyasada, gerekse aynı paralelde bir trend gösteren futures piyasasında yükseldiğini görmekteyiz.

Spot piyasada fiyat;

128 cents/kg'dan 139 cents/kg'a

Futures piyasasında,

Mart 1996 teslim vadeli fiyat 135 cents/kg'dan

146 cents/kg'a yükselmiştir.

28 Şubat 1996'da (A); (B) A.Ş.'ne teslimi taahhüt ettiği 200.000 kg pamuğu spot piyasadan 139 cents/kg fiyatla satın alarak (B) A.Ş.'ne teslim etmektedir.

28 Şubat 1996'da (A) spot piyasadan pamuk alımını gerçekleştirdiği gün, 8 ay önce pamuk futures piyasasındaki 155 cents/kg fiyatla alım pozisyonunu satış pozisyonuna çevirerek, bu kez 146 cents/kg fiyattan satarak tasfiye ederek herhangi bir yükümlülüğe girmeden piyasadan çıkabilmektedir⁶⁰. Bu işlemler Tablo III-1'de gösterilmektedir.

Tablo III-1: Pamuk Futures Piyasasında Riskten Korunma Örneği

SPOT PİYASA	FUTURES PİYASA
3 Temmuz 1995 Pamuk fiyatı 128 cents/kg	3 Temmuz 1995 Mart 1994 teslim vadeli pamuk fiyatı 135 cents/kg. (A) Mart 1995 teslim vadeli 10 kontrat (200.000 kg), satın almaktadır.
28 Şubat 1996 Pamuk fiyatı 139 cents/kg (A) 200.000 kg pamuk almaktadır. (B) A.Ş teslim etmektedir.	28 Şubat 1996 Mart 1996 teslim vadeli pamuk fiyatı 146 cents/kg (A) 3 Temmuz 1995'de aldığı 10 adet pamuk kontratını 146 cents/kg'dan satmaktadır.
Spot işlem sonucu: 128 cents/kg - 139 cents/kg = 11 cents/kg	Futures işlem sonucu: 146 cents/kg - 135 cents/kg = 11 cent/kg
NET ZARAR Net zarar (11 cents/kg)	NET KAR Net kar (11 cents/kg)

Bu işlem sonucunda aşağıdaki şekilde yorum yapabilmemiz mümkün olabilmektedir.

- (A) spot piyasadaki net zararını Futures piyasasındaki net kârı ile kapatmıştır.
- (A) yükümlülüğünü yerine getirmiştir.
- (A) Futures almasaydı yükümlülüğünü spot piyasada 139 cents/kg fiyatla pamuk alıp, 135 cents/kg fiyatla satış durumunda kalacağı için 135 cents/kg 139 cents/kg = 4 cents/kg zarar etmiş olacaktır.

⁶⁰ Vadeli İşlem Borsaları İçin Temel Rehber, Ön. Ver., s. 31.

Özetlersek;

- Hedging spot piyasadaki riskleri minimize etmekte, depolama ihtiyacını ve giderlerini düşürmekte, maliyet tasarrufu sağlamaktadır⁶¹.
- Hedging'de riskin azalması nedeniyle, ticari bankalardan daha yüksek düzeyde finansman elde edilerek, sermayenin daha başka amaçlarla kullanılmasının serbest kalması sağlanabilmektedir.

2. Spekülatörler

Spekülatörler Futures kontratlarını belirli bir risk alarak ve kâr sağlamak amacıyla alıp satarak, fiyat değişmelerinden, mal piyasası ile üretim, pazarlama veya taşınma gibi yönlerden bir ilişkisi olmadan yararlanmaya çalışmaktadır.

Bazıları borsa üyesi olan spekülatörlerin faaliyetleri piyasaların etkinliği ve likiditesi üzerinde önemli bir etki yaratmaktadır. Borsalarda genel olarak üç tür spekülatörden söz edilmektedir⁶².

- Scalpers (Anlık işlemci): Borsadaki anlık fiyat değişimlerinden kâr elde etmek isteyen spekülatörlerdir. Bunların elde tutma dönemi çok kısa olduğundan küçük kârlar sağlamakta veya günü kâr/zarar sağlamadan kapatılmaktadırlar. Fiyatların beklenen yönde hareket etmemesi durumunda pozisyon kapatılıp çoğu kez yeni olanaklar arayışına girilmektedir. Bunun sonucunda bu tür spekülatörler çok sayıda işlem yapmaktadır. Borsa üyesi olduklarından işlem maliyetleri

⁶¹ SEVİL Güven, **Konaklama İşletmelerinde Finansal Yönetim**, Anadolu Üniversitesi, Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayınları No: 103, (Eskişehir-1995), s. 144.

⁶² HONEYGOLD Derek, **Until Financial Markets**, Woodlead-Foulkner, 1989, s. 190.

de çok düşük olmaktadır. Çok miktarda alım-satım yapmakla bu spekülâtorler piyasada arzla beraber likidite sağlanmasında önemli bir rol oynamaktadır⁶³.

- Day Trader (Günlük İşlemci): Bir işlem gününde meydana gelebilecek fiyat hareketlerinden kâr sağlamaya çalışan ve günlük işlem yapan spekülâtorlerdir. Day Trader'lar pozisyonlarını her işlem gününün sonunda kapatmakta ve bir gecelik (overnight) pozisyon almamaktadır. Bunun temel nedeni risktir, çünkü bir gecelik spekülâtif pozisyon almanın (birçok olumsuz fiyat hareketi meydana gelebileceğinden), oldukça riskli olduğuna inanmaktadır⁶⁴.

- Position Trader (Pozisyon İşlemci): Herhangi bir zaman dilimiyle kendilerini sınırlandırmayan, zaman içinde fiyat değişimlerinden yararlanan gruptur. Başka bir deyişle bu grup, anlık ve günlük işlem yapabildiği gibi, günü aşabilen işlemleri de tercih edebilmektedir.

Futures piyasaları risk yönetimi için esnek bir ortam yaratmaktadır. Ayrıca örgütlü futures borsaları Hedger ve spekülâtorler açısından bir piyasada alım bir başka piyasada satım yaparak yükümlülüklerini karşılaştırmaları için manevra yapabilecekleri bir alan olmaktadır.

Spekülâtorler, ileriye isabetli bir şekilde görmek, ona göre fiyat değişikliklerinden yararlanmak için spot veya vadeli alım-satım işlemleri yapmak doğal, sosyal, ekonomik, teknik nedenlerin gelecekte fiyatlar üzerine etkisini önceden sezip, fiyat değişikliklerinden yararlanmak için alım-satım işleminde bulunmakta yani spekülasyon yapmaktadır.

⁶³ HONEYGOLD, Ön. Ver., s. 190.

⁶⁴ HONEYGOLD, Aynı, s. 191.

Futures piyasalarında spekülasyon; riski üstlenecek fiyatların zaman içinde dalgalanmalarından kazanç sağlamak amacıyla futures kontrat alım-satımıdır. Spekülasyonun fiziki mal ihtiyacı ile doğrudan bir ilişkisi yoktur. Ancak, spekülasyon futures piyasaya likidite sağlayarak borsanın gelişmesine, derinlik kazanmasına olanak sağlayan bir işlem olarak, son derece önemlidir⁶⁵.

Spekülasyon amaçlı futures kontrat alım-satımını aşağıdaki şekilde bir örnek yardımıyla açıklamak mümkün olmaktadır⁶⁶.

3 Temmuz 1995'de

Yatırımcı (A)'nın beklentisi;

Aralık 1995 pamuk kontratının fiyatı düşecektir.

Aralık vadeli pamuk fiyatı 124 cents/kg'dir.

3 Temmuz 1995'de

(A) 10 adet Aralık 1995 kontratını 124 cents/kg fiyatla satmaktadır.

23 Temmuz 1995'de

Pamuk fiyatı, Aralık kontratları için 122 cents/kg'a düşmektedir.

23 Temmuz 1995'de

(A) 122 cents/kg fiyatla 10 kontrat satın almaktadır.

Spekülasyon kârı : $(124-122) \times 20.000 \text{ kg} \times 10$

Kontrat : 400.000 cents = 4.000 \$

⁶⁵ HONEYGOLD, Ön. Ver., s. 193.

⁶⁶ **Vadeli İşlem Borsaları İçin Temel Rehber**, Ön. Ver., s. 27.

3. Arbitrajcı

Arbitrajcılar, gerek borsalararası fiyat farklılıklarından ve gerekse aynı borsadaki zaman farklılıklarından yararlanarak kâr elde etmeye çalışmaktadır. Arbitrajcı ile spekülâtör arasındaki önemli fark; arbitrajcı hiçbir risk üstlenmeden kâr sağlamak amacıyla işlem gerçekleştirmekte, buna karşılık spekülâtör belirli bir risk üstlenmektedir. Arbitrajcılar piyasada devamlı olarak faal durumdadır ve en ufak fiyat değışikliklerinden faydalanmaktadır. Bu sebeple de borsaların en önemli likidite kaynağı olmaktadır⁶⁷.

II. FUTURES PİYASALARININ İŞLEYİŞİ

Futures piyasalarında kontrat alım-satım süreci birtakım aşamalardan oluşmaktadır.

A. HESAP AÇMA

Herhangi bir mal üzerinde nerede ve kimin aracılığı ile işlem yapılacağı kararlaştırıldıktan sonra, mal hesabı kontratı (commodity account agreement), bu borsalarda faaliyet gösteren bir aracı kurum ile müşterisi arasında imzalanır böylece aracı kurum nezninde hesap açılmış olmaktadır. Bu kontrat ile her iki tarafın yükümlülük ve sorumlulukları ile anlaşmazlık halinde izlenecek prosedür belirlenmektedir⁶⁸.

Sözü edilen kontratın imzalanması için öncelikle aracı kurum tarafından talep edilen bazı belgelerin teslim edilmesi gerekmektedir. Bu belgelerin iki temel amacı bulunmaktadır.

⁶⁷ HONEYGOLD, Ön. Ver., s. 195.

⁶⁸ AKSEL, Ön. Ver., s. 72.

- Yatırımcının söz konusu Futures ürünleri üzerinde oynayabilmek için yeterli mali gücünün bulunup bulunmadığının saptanması,
- Yatırımcıdan futures işlemlerinin riskli işlemler olduğunu bilerek kabul ettiğine dair imzalı teyid almak.

Gerekli bilgiler tamamlandıktan sonra yatırımcıya bir müşteri temsilcisi tayin edilmektedir. Siparişlerin yerine gelebilmesi için aracı kurum nezdinde bir hesap açılması ve marjin yatırılması gereklidir. Marjin yatırılmadan yatırımcı adına kontrat alınması veya satılması mümkün olmamaktadır.

Açılan hesap genel olarak borsaların talep ettiği asgari marjinden daha fazla olmaktadır. (Marjin konusu bu bölüm içinde ayrıntılı olarak irdelenecektir.) Bunun amacı aracı kuruluşun sürekli olarak marjin tamamlama talebinde bulunmaması ve zarar eden bir işlemde yatırımcının kaçması olasılığı karşısında ters işlemde meydana gelebilecek ek kayıpları karşılayabilmektir⁶⁹.

B. EMİRLERİN YERİNE GETİRİLMESİ

Bir müşterinin futures piyasasında alım veya satım işlemine girmesi, aracı kuruma verdiği emirle başlamaktadır. Müşteri emrini alan aracı kurum, alınan emri telefon veya kompüterize emir giriş sistemi ile borsa alım-satım salonunda bulunan görevlisine (phone clerk) iletilmektedir. Emrin ayrıntılarını içeren zaman damgalı (time-stamped) emir fişinde, emrin kapsamı ve türü, emrin yerine getirebileceği fiyat veya fiyat aracılığı, müşterinin hesap numarası gibi bilgiler yer

⁶⁹ AKSEL, Ön. Ver., s. 72.

almaktadır. Kurumdan emri alan görevli, haberi (runner) vasıtasıyla borsa korbeyinde bulunan aracı kurumun temsilcisine (floor broker) ulaştırmaktadır. Müşteri emrine uygun fiyat bulunduğu floor broker alım satımı gerçekleştirmektedir. Alım-satım işlemleri yüksek sesle duyurulmak suretiyle diğer bir deyişle sesli pazarlık (open outcry) yöntemiyle gerçekleştirilmektedir⁷⁰.

Emrin gerçekleştirilmesinden sonra işlem, aynı yol izlenerek (floor broker - runner - phone clerk - aracı kurum - müşteri) gerçekleştirilmiş olmaktadır (Tablo III-2).

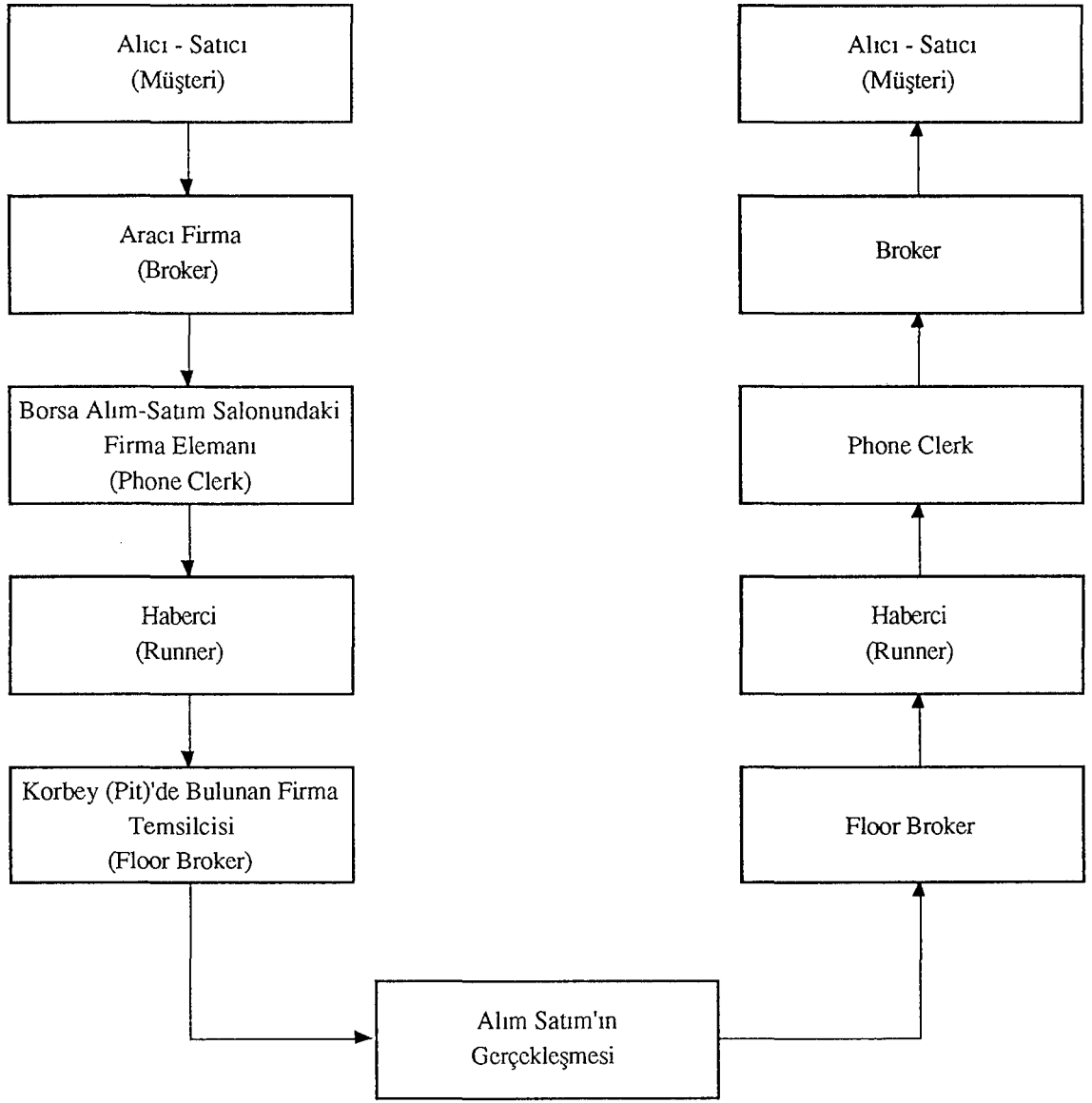
Menkul kıymet borsalarında olduğu gibi futures borsalarında da çeşitli emirler gerçekleştirilmektedir. Bunlar;

1. Piyasa Fiyatıyla Emirler (Market Order)

Sipariş platforma vardığı anda elde edilebilecek en iyi fiyattan alma veya satma emri olmaktadır. Örneğin; müşterinin telefon ile broker'ına 10 adet SLM 1-1/16" pamuğu kontratını satmak için emir verdiğini varsayalım, borsada piyasa alış fiyatı 70 cents/Libre, satış fiyatı 71 cents/Libre ise, broker derhal pamuk kontratını satışa sunduğunu açıklayacaktır. Piyasa fiyatıyla emir, malın o anda alıcıların önerdikleri en yüksek fiyata satılmasını gerektirmektedir. Belki beklenirse daha yüksek bir fiyatla satış yapılabilir ancak piyasa emri almış bir broker, müşterisinin çıkarını kollamakla değil, işlemleri tamamlamakla yükümlüdür. Bekleyen bir broker, yükseleceğini sandığı bir fiyat, ortaya yeni satışların çıkmasıyla düşerse, sorumluluk altına girmektedir⁷¹.

⁷⁰ BLANK-CARTER and SCHMIESING, Ön. Ver., s. 61.

⁷¹ AKSEL, Ön. Ver., s. 73.

Tablo III-2: Futures Piyasalarda Emir Süreci

2. Sınırlı Emirler (Limit Order)

Piyasa emri olmayan her türlü alım-satım talimatı sınırlı emir kapsamına girmektedir. Müşteri tarafından fiyatları belirtilen emir türleridir. Belirtilen fiyatla veya daha iyi bir fiyat düzeyinde yerine getirilmektedir⁷².

⁷² AKSEL, Ön. Ver., s. 73.

a. Fill or Kill Order: Herhangi belirtilmemiş bir fiyat üzerinden platformda hemen yerine getirilmediği durumda kendiliğinden iptal olan emirlerdir. Genellikle arbitraj işlemlerinde kullanılmaktadır.

b. Limited Order (LO): Siparişin belirli bir fiyat üzerinden veya daha iyi bir fiyattan yerine getirilmesi emirleridir. Bu tür emirlerde müşteriye fiyat üzerinde kontrol imkanı verilmektedir. Ancak yerine getirilmemesi tehlikesi olmaktadır.

b1) Stop Order (SO): Piyasa fiyatı belirli bir üst seviyeye vardığında alma, belirli bir alt seviyeye indiğinde satma emridir. Genellikle zararlara bir üst sınır getirmek amacıyla kullanılmaktadır. Piyasa belirlenen fiyata vardığında emir artık piyasa fiyatıyla alım veya satım emri haline gelmektedir.

b2) Stop-Loss Order (Kaydı durdurma emri): Kayıp ve zararı önlemek veya zarar sınırı yakınlarında durdurma emridir.

3. Zaman Sınırlı Emirler (Time Limits)

Sınırlı emir veren müşteri genellikle talimatın geçerli olacağı süreyi de belirtmektedir.

a. Time Limit Order: Alım-satımın yapıldığı esnada, belirlenen zaman sonrasında, otomatikman iptal edilen emir tipidir. Verilen emirde istenilen fiyata belli bir süre verilir ve bu süre içinde istenilen fiyata ulaşılamazsa sipariş kendiliğinden iptal olmaktadır.

b. Good Till Cancelled Order (GTC): İptal edilinceye veya kontrat aynı sona erinceye kadar geçerli bir emir tipi olmaktadır.

4. Açılış ve Kapanış Zamanlı Emirler (Opening-Closing Order)

Piyasanın açılış ve kapanışında yerine getirilen emirler olmaktadır.

a. Market on the Open Order: Piyasanın ilk açılışında hemen yerine getirilmesi gereken emir olmaktadır.

b. Market on the Close Order: Piyasanın kapanışından önceki bir dakika içinde yerine getirilmesi gereken emir olmaktadır⁷³.

C. TAKAS ODASININ DEVREYE GİRMESİ

Takas odası, futures piyasalarında çok önemli işlevleri olan kuruluşlardır. Kurumun en önemli rolü, piyasada aktif bir pozisyon almamasına rağmen, alım-satım yapan taraflara kontrat koşullarının yerine getirilmesini garanti etmektir.

Futures kontratları, prosedüre uygun olarak yapıp gerekli işlemler yerine getirildikten sonra takas odası alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı konumunda devreye girmektedir. Dolayısıyla tarafların birbirlerine güvenmeleri gerekmekte, hatta birbirlerini tanımamaları mümkün olmaktadır⁷⁴.

Takas odasının futures piyasalarında dört temel işlevi olduğunu söylemek mümkündür. Bunlar⁷⁵;

- Üye firmalar arasındaki futures işlemlerinin düzenlenmesi,

⁷³ AKSEL, Ön. Ver., s. 75.

⁷⁴ **Milliyet Gazetesi**, (14 Ağustos-1995), s. 5.

⁷⁵ **Vadeli İşlem Borsaları İçin Temel Rehber**, Ön. Ver., s. 67.

- Futures kontratlarının vadesi dolduğunda malı teslim almak isteyen alıcılar, kontrat konusu mal veya araçların tesliminin düzenlenmesi,
- İşlem maliyetlerini ve gecikmelerini azaltarak faaliyetlerin etkin bir biçimde yapılmasının sağlanması,
- Kontrattan doğan yükümlülüklerin yerine getirilememesi durumlarına karşı düzenli ve sürekli bir güvencenin sağlanmasıdır.

Takas odaları kimi zaman borsanın tamamlayıcı bir parçası olmaktadır. Kimi zaman da ayrı bir bağlı ortaklık kuruluşu olarak üyelerin oluşturduğu bir finans kurumu olmaktadır. Hatta borsa dışında bir kaç banka veya bir bankada kurumu oluşturabilmektedir.Örneğin; Chicago Board of Trade'de takas odası borsaya bağlı otonom bir ortaklık olurken, Chiago Mercantile'de borsanın bir parçası konumunda olmaktadır.

Takas odasının sermayesi kuruluş statüsüne göre üyelerin katılma paylarından oluşmaktadır. Üyelik için katılma payları borsadan borsaya değişmektedir. Üyelik için New York Merchantile'de üyelik için gerekli minimum net sermaye miktarı 500.000 \$'dır. Yine, üyelerin finans gücüne, finansal itibarlarına göre yapabilecekleri futures kontratlar için sınırlar getirilmektedir. Takas odalarının bu tip finansal yapı ve düzenlemelerine ilişkin prosedürler Tablo III-3'de gösterilmiştir.

Tablo III-3: Takas Odası Kurumlarının Karşılaştırılması

Kurumsal Yapı ve Düzenlemeler	COMEX	Chicago Mercantile	Chicago Board of Trade	Coffee, Sugar & Cocon	New York Mercantile	Mid America	International Com. Clearing House (ICCH)
Kurumsal Yapı	Ayrı Bir Bağlı Ortaklık	Takas Kurumu Borsanın Bir Parçası	Ayrı Bir Bağlı Ortaklık	Ayrı Bir Bağlı Ortaklık	Takas Kurumu Borsanın Bir Parçası	Takas Kurumu Borsanın Bir Parçası	Altı Bankanın Sahip Olduğu Ayrı Bir Bağlı Ortaklık
Üyelik İçin Gerekli Minimum Sermaye Yük.	1 Milyon \$ Net Sermaye	CTFC Kuralı, Takas Odası Komitesi Daha Yüksek Min. Sınır Getirebilir.	200.000 \$ Nominal Sermaye veya 50.000 \$ Net Sermaye ya da Fonların %4'ü Ayrılmalı (Hangisi Büyük İse)	1 Milyon \$ İşletme Sermayesi	500.000 \$ Net Sermaye	100.000 \$ Net Sermaye	Mala Bağlı Olarak 100.000 veya 1 Milyon Pound.
Finansman Raporu Yükümlülükleri	CTCF Kuralları	CTCF Kuralları	CTCF Kuralları	CTCF Kuralları	CTCF Kuralları	CTCF Kuralları	Yıllık Rapor Üç Aylık Öz Kaynak Raporu.
Garanti Fonu Yükümlülükleri	Özkaynağa Bağlı Olarak 200.000 - 2 Milyon \$	50.000 \$	Yok	Net Sermayeye Bağlı Olarak 100.000 - 500.000 \$	50.000 \$	Yok	Yok
Garanti Fonuna Katkılarını Yerine Getirmek İçin Üyelerce Kullanılan Temel Varlıklar	ABD Kamu Menkul Kıymetleri ve Banka Kredi Mektupları	ABD Kamu Menkul Kıymetleri ve Belirli Bankaların Mev. Sertifikaları (Negotiable CDs)	Uygulanmıyor	ABD Kamu Menkul Kıymetleri Nakit veya Banka Kredi Mektubu	ABD Kamu Menkul Kıymetleri	Uygulanmıyor	Uygulanmıyor
Marj Yükümlülükleri Hesaplaması	Net	Brüt	Net	Net ve Brüt Bileşimi	Brüt	Net	Net
Başlangıç Marjı	Pozisyon Hacmine Göre Artıyor	Tüm Pozisyonlar İçin Sabit	Sabit	Pozisyona Göre Artıyor	Pozisyona Göre Artıyor	Sabit	ICCH Kararıyla, Pozisyona Göre Değişebiliyor.
Ödeme Şekli	Nakit, ABD Kamu Menkul Kıy., Kredi Mektupları	CME'de Nakit, IMM ve OIM'de Kredi Mektubu	Nakit Kamu Menk. Kıymetleri, Kredi Mektupları	Nakit, Kamu Menk. Kıymetleri Kredi Mektupları	Nakit, Kamu Menkul Kıymetleri	Nakit, Kamu Menk. Kıym., Kredi Mekt. Külçe alın	Nakit, Döviz, U.K. Hazine Bonoları ve Kredi Mektupları
Marj Fonlarının Yatırılması	Faiz Takas Kurumu Lehine Tahakkuk Ediyor	Faiz Takas Üyelerine Tahakkuk Ediyor	Faiz Üyelere	Faiz Takas Kurumuna	Faiz Takas Üyelerine	Faiz Takas Üyelerine	Faiz ICCH'a
Varyasyon Marjı Ödeme Şekli	Yalnız Nakit	Yalnız Nakit	Yalnız Nakit	Yalnız Nakit	Yalnız Nakit	Yalnız Nakit	başlangıç Marjı Olarak Bazı Varlıklar Kabul Edilebiliyor

Tablo III-3: (Devam)

Kurumsal Yapı ve Düzenlemeler	COMEX	Chicago Mercantile	Chicago Board of Trade	Coffec, Sugar & Cocon	New York Mercantile	Mid America	International Com. Clearing House (ICCH)
Pozisyon Sınırları	Net Sermayeye Bağlı	Sabit Limit Yok, Takas Odası Komitesi Daha Büyük Pozisyon alınması İçin Daha Fazla Sermaye Kuralı Getirilebilir	Sabit Limit Yok., Takas Kurumu Bireysel Üyelerine Empoze Edebilir.	Net Sermayeye Bağlı	Net Sermayeye Bağlı	Sabit Limit Yok	Sabit Limit Yok, ICCH Yetkili
Günlük Fiyat Limitleri	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Spesifik Borsaya Bağlı
İflas Durumunda Uyulacak Prosedür: Aktifler ve Değerlendirme Süreci	Takas Üyesi Varlıkları Birliğin Garanti Formu Birliğin Artık Fonu CM Net Sermayesinin %25 veya 10 m. \$ İle Sınırlı Takas Üyesinin (CM) Takası Yapılan İşlemleri Üzerinden Payı Oranında Yapılan Değerlendirme	CM Varlıkları Borsanın Güvence Fonu Garanti Fonu Borsanın Artık Fonu Net Sermaye Takası Yapılmış İşlemler ve Açık Pozisyonlar Üzerinde Payları Oranında Sınırsız	CM Varlıkları Birliğin Açık Fonu	CM Varlıkları Garanti Fonu Artık Fon Net Sermaye %10'u veya 10 Milyon \$ İle Sınırlı CM İşlemleri ve Açık Pozisyon Üzerinden Yapılan Pay Oranında Değerlendirme	CM Varlıkları Garanti Fonu Artık Fon Sınırsız; Tüm Borsa Üyelerince Eşit Olarak Paylaşıyor	CM Varlıkları Borsanın Artık Fonu Sınırsız; Tüm Borsa Üyelerince Eşit Olarak Paylaşıyor	CM Varlıkları ICCH Sermayesi
Üye Sayısı	76	100	155	68	85	35	450
Garanti Fonu'nun Büyüklüğü (Temmuz 1982)	75 Milyon \$	29 Milyon \$	Uygulanmıyor	24 Milyon \$	2.5 Milyon \$	Uygulanmıyor	Uygulanmıyor
Artık Fon'un Büyüklüğü (Temmuz 1982)	2.5 Milyon \$	30 Milyon \$	14 Milyon \$	7 Milyon \$	6 Milyon \$	6 Milyon \$	15-20 Milyon \$
Yıllık İşlem (Yapılan Sözleşme) Hacmi (1981)	13.293.049	24.527.020	49.085.763	3.562.613	1.781.407	2.588.540	4.883.398
Toplam ABD Futures İşlemlerinin Yüzde Payı (1981)	13.49	24.89	49.82	3.62	1.81	2.63	

Önemini anlatmaya çalıştığımız takas odası, emir yerine getirilip konfirme edildikten sonra yapılan işlemlerin ayrıntılarını içeren ve karşı tarafın kodunu belirten borsa takas fişinin taraflar tarafından hazırlanıp kendisine iletilmesiyle devreye girmektedir. İletilen fişleri karşılaştırıp aynı kişinin teslim ayı aynı olan kontratlardaki alım-satım pozisyonlarını inceleyerek borç ya da alacak tutarını net olarak hesaplamaktadır⁷⁶.

Sürecin bu aşamasında marjin ve günlük hesaplaşma sisteminden söz etmek gerekmektedir.

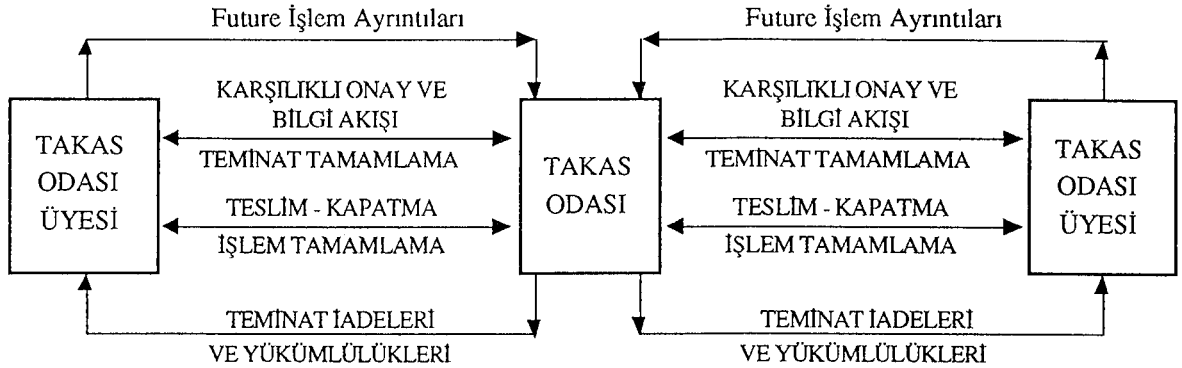
Takas odası, kredi riskini üstlenme işlemini “marjin” adı verilen bir güvence sistemine dayanarak gerçekleştirmektedir. Herhangi bir kişi bir futures kontratı satın almak istediğinde, kendi aracı kuruluşuna, aracı kuruluş ta takas odasına her kontrat başına bir güvence parası (depozit) yatırmak zorundadır. Söz konusu güvence parasına marjin adı verilmektedir⁷⁷. Marjin yada teminat, alınma şekillerine göre “Başlangıç Marjini” (Initial Marjin) ve “Tamamlama Marjini” (Maintenance Marjin) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Başlangıç Marjini, kontratın yapılması sırasında, bir kez olmak üzere, her iki taraftan da aynı miktarda (genellikle kontrat tutarının %10’unun altında bir miktar) alınmaktadır. Başlangıç Marjini daha çok fiyat dalgalanmalarına göre ayarlanmaktadır. Tamamlama marjini ise başlangıç marjininin çeşitli nedenlerle düşmesi durumunda ilk düzeyine yükseltilmesinin isteneceği alt limit düzeyidir. Başlangıç marjini, borsada fiyatların değişmesi sonucunda değişikliğin neden olduğu

⁷⁶ WILLIAMS Jeffrey, **The Economic Function of Futures Markets**, Cambridge University Press, 1982, s. 72.

⁷⁷ EYÜBOĞLU, Ön. Ver., s. 50.

zararın belli bir miktarı aşması, zararların başlangıç marjinden indirilmesi dolayısıyla düşmektedir⁷⁸.

Takas odasının takas işlemini gerçekleştirmesi Şekil III-1'de gösterilmektedir.



Şekil III-1: Takas Odasının İşleyişi

Takas odasının işlevini ve marjin sistemini örnek yardımıyla daha kolay anlamak mümkün olabilmektedir.

Bir futures borsasında 20.000 kg'lık iki birim pamuk kontratının, her iki tarafını da dikkate alarak örnek geliştirmek mümkün olmaktadır. Takas odasınca pamuk kontratları için belirlenen başlangıç teminatı 1500 \$/kontrat olmaktadır. Birim kontrat 20.000 kg pamuktan oluşmaktadır. Tamamlama marjini ise 700 \$/kontrat ise değişik gün ve fiyatlarda alıcı ve satıcının marjin hesapları Tablo III-4'de gösterilmektedir. (Rakamlar gerçek fiyatları yansıtmamakta bizim verdiğimiz fiyatlardan oluşmaktadır.)

⁷⁸ ERDEM, Ön. Ver., s. 93.

Tablo III-4: Marjin Hesaplaması

Gün	Future Piyasa Fiyatları (\$ / kg)	Alıcının Marjin Hesabı (\$)	Satıcının Marjin Hesabı (\$)
İlk Gün	2.40	3000 (1500x2)	3000
1	2.41	3400	2600
2	2.43	4200	1800
3	2.42	3800	2200
4	2.44	4600	1400
5	2.46	5600	600* + 800
6	2.45	6000	1800

Tablo III-4'de marjin hesabı yapılırken, daima bir önceki günün futures fiyatları dikkate alınmaktadır. Şu halde;

t : Günler

MA : Alıcı Marjini

SA : Satıcı Marjini

MB : Başlangıç Marjini

P : Birim Malın Futures Fiyatı

S : Kontrat Sayısı

X : Birim Kontrattaki Mal Miktarı

İlk gün t_0 için, $MA_{t_0}=MB$ ve $MS_{t_0}=MB$ yani $MA=MS$ 'dir.

1. gün için, $MA_{t_1} = MA_{t_0} + (P_{t_1} - P_{t_0}) \times S \times X$

$SA_{t_1} = MS_{t_0} - (P_{t_1} - P_{t_0}) \times S \times X$

n. gün için, $MA_{t_n} = MA_{t_{n-1}} + (P_{t_n} - P_{t_{n-1}}) \times S \times X$

$SA_{t_n} = MS_{t_{n-1}} - (P_{t_n} - P_{t_{n-1}}) \times S \times X$

Görüldüğü gibi, kontratın yerine getirilmemesi için hiçbir gerekçe sözkonusu olmamaktadır. Fiyatların yükselmesi ve 5. gün satıcının marjini tamamlayamaması halinde ne alıcı, ne aracı kurum nede

takas odası hiç bir risk üstlenmemektedir. Çünkü, satıcının aracı kurumu, böyle bir halde derhal satıcının kontratını 2.46'dan geri alacak ve $2.46 \times 40.000 = 98.400$ \$ ödeme yapacak, 2.40'dan satış yapıldığı için $2.40 \times 40.000 = 96.000$ \$ tahsil edilerek, $98400 - 96.000 = 2400$ \$'lık fark alıcıya geri ödenecektir. Geriye kalan 600 \$'dan komisyonunu kesecek ve bakiyeyi satıcıya iade edecektir. Kurallar gereğince aracı kuruma, müşterinin marjini tamamlamaması halinde bu işlemi yapma yetkisi verilmektedir. Alıcı ise 2.40'dan aldığı kontratı kapatıp 600 \$'ı tahsil edecek ve 2.46'dan yeni iki kontrat alacaktır. Fiyat farkından doğan kaybı olan $(2.46 - 2.40) \times 40.000 = 2400$ \$'ı marjin farkından dolayı tahsil etmiş olduğundan zararı sıfırlanmış olmaktadır. Takas odası açısından ise marjin sistemi işlediği müddetçe zarar riski sözkonusu olmamaktadır. Kaldı ki, zarar riski olsa dahi aracı kuruma rucü etme hakkı olacaktır. Aracı kurum bu kontratı alıcıya satmak zorunda değildir. Herhangi bir diğer müşteriye de satabilmektedir⁷⁹.

Marjin sistemi örnek yardımıyla açıklandıktan sonra, takas odasının futures piyasalarında genel olarak işleyişi ile ilgili bir örnek konuyu daha iyi anlamaya yardımcı olacaktır⁸⁰.

Aracı kurum (A) A.Ş, 3 Temmuz 1995 günü (B) adına ve hesabına 140 cents/kg fiyatla Mart 1995 teslim vadeli (20.000 kg) (1 kontrat) SLM 1-1/16" 10 pamuk kontratı satın almaktadır.

Kontratın değeri;

$140 \text{ cents} \times 20.000 \text{ kg} \times 10 \text{ kontrat} = 280.000$ \$'dır.

Başlangıç teminatı toplam işlem hacminin %10'u olarak kabul edildiğinde başlangıç teminatının tutarı;

⁷⁹ ERDEM, Ön. Ver., s. 94.

⁸⁰ **Vadeli İşlem Borsaları İçin Temel Rehber**, Ön. Ver., s. 67.

$$280.000 \times \%10 = 28.000 \$'dır.$$

28.000 dolar başlangıç teminatı olarak nakit veya menkul değer şeklinde takas odasına yatırılmaktadır.

Tamamlama (sürdürme) teminatı, başlangıç teminatının yaklaşık %75'i olarak kabul edildiğinde;

$$28.000 \times \%75 = 21.000 \$'dır.$$

4 Temmuz 1995 günü pamuk fiyatı 139 Cents/kg'a düşüyor.

Kontratlar 200.000 kg (10 kontrat) pamuğu kapsadığından toplam kayıp;

$$140-139 = 1 \text{ cents/kg hesabıyla}$$

$$1 \text{ cents/kg} \times 20.000 \text{ kg} \times 10 \text{ kontrat} = 2.000 \$'dır.$$

$$\text{Bu durumda başlangıç teminatı} = 28.000 \$'dır.$$

$$\text{Kayıp} = -2.000 \$$$

$$\text{Bakiye} = 26.000 \$ \text{ olduğuna}$$

göre bu meblağ değişkenlik teminatının üstünde olduğundan (A) A.Ş'den ek teminat talep edilememektedir.

5 Temmuz 1995'de pamuk fiyatları yeniden 3 cents/kg düşmektedir.

Bu kez ek kayıp;

$$200.000 \text{ kg} \times 3 \text{ cents} = 6.000 \$'dır.$$

$$2 \text{ günün toplam kaybı } 2.000 + 6.000 = 8.000 \$'dır.$$

Bu durumda;

$$\text{Başlangıç teminatı} = 28.000 \$$$

$$\text{Toplam kayıp} = - 8.000 \$$$

$$\text{Bakiye} = 20.000 \$$$

Şimdi 20.000 \$, değişkenlik teminatı olan 21.000 \$'in altına düştüğünden (A) A.Ş'den başlangıç teminatını 28.000 \$'a yani,

başlangıç teminatının orjinaline çıkarması için ek teminat talebinde bulunulmaktadır.

Şüphesiz (A) A.Ş.'de adına ve hesabına işlem yaptığı müşterisi (B) ile olan cari hesabını bu ölçü içerisinde artırmamasını isteyecektir. (A) A.Ş. nezdindeki (B)'nin fon hesabından yararlanacaktır.

D. FUTURES KONTRATLARIN FİYATLAMASI

Futures piyasalarının gerek risk yöntemi ve gerekse spekülasyon amaçlarıyla kullanılabilmesi için, ileriye dönük fiyatlandırma esaslarının bilinmesi önem arz etmektedir. Futures kontratlarının ileri bir tarihte spot ürünün teslim edilmesi vaadini içermesi noktasından hareketle, futures kontratların fiyatının belirlenmesinde, fiyat ve ileri vadeye taşınması maliyeti rol oynamaktadır⁸¹.

1. Spot Fiyatlar

Spot piyasalarda fiyatlar arz ve talep etkileşimine göre belirlenmektedir. Başka bir deyişle, arz ve talep güçleri spot ürün fiyatlarını etkileyen en önemli mekanizmalar olmaktadır⁸². Özellikle etkinlik düzeyi yüksek olan piyasalarda spot fiyatların belirlenmesi, haber beklentileri, beklentilerin alma-satma kararlarını etkilemeleri ve alma-satma kararlarında piyasadaki fiyatları değiştirmeleri şeklinde gerçekleşmektedir. Dolayısıyla arz-talep güçleri spot ürün fiyatlarını etkileyen en önemli mekanizma olmaktadır⁸³.

⁸¹ KIRIM Arman, "Mali Risk Yönetimi Açısından Futures Piyasaları", **Bankalar Dergisi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yıl: 1, Sayı 3, (Ankara-1990), s. 23.

⁸² **Ticaret Borsacılığında Yeni Gelişmeler**, Ön. Ver., s. 46.

⁸³ EROL, Ön. Ver., s. 34.

2. Futures Fiyatlar

Herhangi bir ürünün futures fiyatının oluşması bir konsensus fiyat olmaktadır. Bu fiyat farklı etkenlere bağlı olarak oluşan bir fiyattır. Tarımsal ürünler için konsensus fiyat aşağıdaki etkenlere bağlı olmaktadır⁸⁴.

- Hava koşulları (kuraklık, sel baskınları, don vb.), elverişli koşullar,
- Hasat döneminde rekoltenin yapılan tahminlere uygun olarak gerçekleşmemesi,
- Ürüne karşı aşırı talep (tüketim ve ihracat olanaklarının artması),
- Ulusal paranın istikrarı,
- İhracatçının dış arz ve talep konumu hakkındaki düşüncesi,
- Hükümetin üreticiye dönük politikaları,
- Resmi verilere dayanan stok hacmi ve bununla ilgili raporlar,
- Hükümetin ithalat politikası ve ihracat politikası,
- Gelecek dönem için ihracat ve ithalat politikaları hakkındaki tahminler.

Bu bilgiler ışığında (IV. bölümde yeniden ele alınacaktır) alıcılar ve satıcılar gelecek bir dönemde ürün fiyatının ne olacağını tahmin ederek ve buna uygun pozisyon almaktadır.

Futures fiyatları üreticiler, diğer ticaret erbabı ve yatırımcılar açısından üretim, depolama, pazarlama ile ilgili planların yapılması açısından değerli bir araçtır. Ancak buradaki önemli nokta, yeni bilgiler alındıkça futures fiyatlarının değişeceği gerçeği olmaktadır⁸⁵.

⁸⁴ **Vadeli İşlem Borsaları İçin Temel Rehber**, Ön. Ver., s. 60.

⁸⁵ **Emtia Borsaları ve İzmir Pamuk Kontrat Borsası, Menkul Kıymetlerin Halka Arzı ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İşlem Görmesi**, İzmir Ticaret Borsası Yayınları No: 55, (İzmir-1995), s. 42.

Futures borsalarında fiyat değişik teslimat ayları için değişebilmektedir. Bunun temel nedeni tarım ürünlerinin stok maliyeti ile ilgilidir. Çünkü, ürünün hasadı belirli birkaç ay veya haftalık bir zaman süresi içinde yapılmaktadır. Hasat döneminde ürünün ancak küçük bir kısmına fiili olarak ihtiyaç duyulur ve bakiyesinin ileride işleme, ihracat vb. amaçlarla depolanması gerekli olmaktadır. Burada en önemli sorun depolama ve dolayısıyla depolama giderleri olmaktadır. Etkileyici elemanlar ise ürün bedeli, sigorta giderleri ve yatırılan kapitalin faizi olmaktadır. Tüm bu elemanlar normal olarak değişik teslimat ayları için futures fiyatlara yansıtılmaktadır.

Yılın daha sonraki dönemlerinde teslimatın yapılmasını gerektiren futures kontratlarıyla ürün satın alanlar, daha yüksek bir fiyat ödemeye razı olmaktadır. Nedeni ise, fiili olarak ürünü depolamaksızın, kesin bir fiyata ihtiyaç duydukları ürünü garanti altına almış olmalarıdır. Sonuçta, aynı yıl içinde ürün teslimatı ile ilgili futures fiyatlar, normal olarak bir aydan diğerine oranla yukarıya doğru tırmanma eğiliminde olmaktadır. Örneğin, 1 kg pamuğun aylık olarak taşıma maliyeti 4 cents ise ve futures fiyatına yansıtılmışsa karşımıza şöyle bir tablo çıkmaktadır.

ARALIK	MART	MAYIS	TEMMUZ	EYLÜL
\$ 2.20	\$ 2.24	\$ 2.28	\$ 2.32	\$ 2.36

Ancak bu fiyat yapısını bir örnekle açıklamadan önce, taşıma maliyetleri ile futures fiyatlar arasındaki ilişkiyi formül yardımıyla göstermek mümkün olacaktır⁸⁶.

⁸⁶ **Ticaret Borsaları ve Vadeli İşlem Piyasaları**, Ön. Ver., s. 46.

$$P = C (I + R_t + a_t + I_t)$$

$$F = \text{Futures fiyatı}$$

$$C = \text{Spot fiyatı}$$

$$R_t = \text{Finansman faizi}$$

$$S = \text{Depolama giderleri}$$

$$I = \text{Sigorta ve navlun giderleri}$$

$$t = \text{Spot piyasadan ürünün temin edilmesi ile futures kontratın teslim tarihine kadar geçen zaman}$$

$$S_t + I_t = T_t \text{ olursa}$$

$$F = C (1 + R_t + T_t) \text{ olmaktadır.}$$

Taşıma giderleri (T_t) genel olarak (%) ile ifade edilmektedir. Normal şartlar altında futures fiyatlar, spot fiyatlardan taşıma maliyeti kadar fazla olmaktadır. Bunu yukarıda verdiğimiz pamuk fiyat yapısında görmüştük. Bu tür piyasalara ‘cantanga’ adı verilmektedir⁸⁷.

Örneğin; Pamuk spot fiyatı kilo başına 3500 TL, sigorta giderleri %10, navlun ve depolama giderleri %15, finansman maliyeti (faiz) bir yıllık %90, kontrat vadesi 1 yıl olursa;

$$F = C (I + R_t + S_t + I_t)$$

$$F = 3500 (1 + 0.5 + 0.15 + 0.10)$$

$$F = 3500 (2.15)$$

$$F = 7525 \text{ TL}$$

Normal şartlarda varsayılan verilere göre spot piyasada 3500 TL/kg olan pamuk fiyatı, 1 yıl sonrası futures piyasasında 7525 TL/kg olması gerekmektedir.

⁸⁷ DEMİRÇELİK-SOYDEMİR, Ön. Ver., s. 21.

Bu hesaplamada sadece taşıma maliyetleri gözönünde bulundurulmuştur, işlem giderleri yok sayılmaktadır. Ancak borsada işlem yapabilmenin maliyeti olduğu gözönüne alındığında, işlem masraflarının da ilave edilmesi gerekmektedir. Teminatlar, açığa satış maliyeti, komisyonlar, alış-satış spreadi (bid-ask spread), önemli işlem giderleridir. Bu bölüm içerisinde ayrı bir başlık altında spread konusu incelenecektir. Bu durumda formülümüz

$$F = C (1 + R_t + T_t) + I_g \text{ şekline gelmektedir}^{88}.$$

Diğer taraftan futures fiyat tesbit edilebilmesi, futures vadesine kadar olan süre içerisinde kontrattan dolayı bir gelir (G) elde edilmiş ise, bu gelirin taşıma maliyetinden düşürülmesi gerekmektedir. Böylece net taşıma maliyetine ulaşılmaktadır. Ancak bu konu "basis" kavramı açıklanırken ayrıntılı olarak incelenecektir.

Futures piyasalarda taşıma maliyetlerini doğru hesaplayan kişiler taşıma maliyeti ile futures ve spot fiyatları arasındaki dengesizlikten faydalanarak arbitraj kârı yapma yolunu seçmektedir. Bunun sonucu olarakta daha fazla futures kontratı satılacaktır ve futures fiyatları teorik düzeyine yaklaşabilecektir.

Teorik futures fiyatlarını bilmek önemlidir. Gerçek yani arz ve talebin belirlediği piyasa fiyatlarının teorik fiyatlardan çok uzaklaştığı durumlarda piyasada arbitraj yoluyla bir düzeltme yaparak teorik fiyatlara tekrar yaklaşma eğiliminde olduğunu söylemek mümkün olmaktadır. Arbitraj konusu basis kavramı açıklanırken yeniden ele alınacaktır.

⁸⁸ KIRIM, Ön. Ver., 1992, s. 36.

Yukarıda verdiğimiz fiyat yapısını yeniden hatırlayarak bir örnek geliştirmek mümkündür.

Aralık (Spot	: 2.20 \$
Mart	: 2.24 \$
Mayıs	: 2.28 \$
Temmuz	: 2.32 \$

Görüldüğü gibi spot fiyattan uzak kontratlara gidildikçe fiyat yükselmektedir. Örneğimizde Mayıs ayı kontratına giren bir şahıs Mayıs ayında 20.000 kg pamuğu kilogram başına 2.28 \$ ödeyerek teslim alma hakkına sahip olmaktadır. Bu durumda depolama masrafına girmeden Mayıs ayında 20.000 kg pamuğu 2.28 \$'dan almayı garanti altına almaktadır. Ancak bu şahsın diğer bir alternatifi daha bulunmaktadır. O da bugünkü spot fiyattan yani 2.20 \$'dan 20.000 kg pamuğu satın alarak bunu Mayıs ayına kadar saklamaktır. Ancak bu alternatifte şahsın ödediği spot fiyata ilave olarak depolama masraflarında eklenmesi gerekmektedir. Ayrıca taşıma maliyetine stoktaki mala bağladığımız faiz miktarını eklememiz gerekmektedir. Futures kontratını 1500 dolar gibi düşük bir ön marjin hesabı yatırarak açtığımızı düşünmek mümkündür. Şimdilik değişim marjını koyma olasılığını, basitleştirmek amacıyla bir kenara koymak mümkündür. Futures kontratı için Mayıs ayına kadar bağlanan paranın 1500 dolardan ibaret olduğunu söyleyebiliriz. Buna karşın spot piyasada işlem gören şahıs pamuk için 21 Aralıkta toplam $20.000 \times 2.20 = 44.000$ \$'lık ödeme yapacak ve bu parayı Mayıs ayına dek bağlamış olacaktır. Futures kontratına giren şahıs, spot piyasada işlem sırasında değişim marjı olmadığı varsayımıyla 42.500 \$'lık bir miktarı Mayıs ayına kadar mala bağlamaktan kurtulmuş olacaktır. Yıllık faizlerin %6 olduğunu

varsayarsak futures piyasasında işlem yapan kişinin spot piyasada işlem gören şahsa göre yaklaşık altı ay hesabıyla $42.500 \times 0.03 = 1275$ \$ toplam faiz avantajı sağladığını söylemek mümkün olmaktadır. Bu durumda normal koşullar altında faiz arttıkça toplam taşıma maliyetinin de arttığını söylemek mümkündür.

Örnekte futures fiyatlarının spot fiyatlardan taşıma maliyeti kadar fazla olduğunu bu yüzden uzak kontrat aylarına doğru fiyatların yükseldiği gösterilmektedir. Ancak futures fiyatların daima yukarı tırmandığını düşünmek doğru değildir. Bazen bir ürünün futures fiyatı aşağıya doğru inebilmektedir. Bu olmamakla birlikte ters etkili piyasa olarak bilinmektedir. Bu durum teslimat ayları arasında negatif yönde oluşacak giderleri de beraberinde getireceğinden ürünü, depolamaktansa hemen satmak daha yararlı olmaktadır. Ters (negatif) etki piyasasının oluşabileceği durumları aşağıdaki şekilde sıralamak mümkün olmaktadır⁸⁹.

- Piyasada bir mal ile ilgili olarak ani bir talebin veya arzın noksanlığı,
- Kuraklık
- Hemen ihraç edilmek üzere artan oranda oluşan mal talebidir.

3. Basis ve Spot-Futures Fiyat İlişkisi

Futures kontratları ile spot piyasaları arasında aynı mallarda çeşitli fiyat farklılıkları mevcut olmaktadır. Bu fiyat farklılıklarına "basis" adı verilmektedir. örneğin Temmuz teslimi pamuk kontratı borsada 2.70 dolardan ve pamuk aynı günde spot piyasasında 2.40 dolardan işlem görmekteyse basis (veya fark) "30 aşağı" denilmektedir.

⁸⁹ DEMİRÇELİK-SOYDEMİR, Ön. Ver., s. 24.

Fark kapandığında (spot fiyatları yüksek gelecek fiyatlarına yaklaştığında) kuvvetli basis'den veya fark açıldığında zayıf basis'den bahsedilmektedir.

Kuvvetli basis (spot fiyatların gelecek fiyatlarına yaklaşması veya aşması halinde) piyasada, fiziksel malın talebi arzını aşmaktadır yani talep fazlası meydana gelmektedir.

Zayıf basis olduğunda ise piyasada, o malın arzı talebi karşılamak için yeterlidir ve dolayısıyla erken stoklama için harcamada bulunmaya gerek bulunmamaktadır. Böyle bir durum genellikle hasat zamanlarında gündeme gelmektedir.

Future ve spot piyasalar arasındaki basis kavramının daha iyi açıklanabilmesi için net stoklama maliyetlerinin açıklanması gerekmektedir. Bir formül yardımıyla net stoklama maliyetini açıklamak mümkün olmaktadır.

BP : Spot Fiyatları

FP : Gelecek fiyatları

C : Net stoklama giderleri ise, bu durumda;

$C = C - CY$ dir.

Bu formülasyondaki;

C : Stoklama Giderleri = Faiz Giderleri + Sigorta Giderleri + Stok Giderleri + Taşımaya İlişkin Yükleme ve Boşaltma Giderleri.

CY : Söz konusu malın gelecekte nakit karşılığı satın alınması yerine bugün alınmasının sağladığı kazançlar

“C”nin değeri, C ve CY arasındaki ilişkiye bağlı olarak pozitif veya negatif olmaktadır. Uygun getiri mantığı gecikmeli mal teslimlerinin niçin spot teslimlerden düşük veya yüksek fiyatlandırıldığını açıklamaktadır. Bu durumda malların stoklanması sadece beklenen fiyat artışlarına göre yapılmaktadır.

Bu nedenle;

$FP - SP \geq 0$ olacaktır.

Eğer $FP - SP > 0$ ise erteleme fiyatı için prim (contango)

Eğer $FP - SP < 0$ ise satanın malı geç vermek hakkına karşılık gelen para (back wardation).

Bu eşitliklerin işareti net stoklama maliyetinin büyüklüğüne bağlı olacaktır. Belirlilik koşulları altında

$FP = SP + c$ 'dir.

Eğer $FP < SP + c$ ise hedge yapanların mallarını gelecekte teslim etmek üzere vadeli satmak yerine futures kontratının vadesine uyan tarihe kadar ellerinde tutarak satmaları kendileri açısından kârlı olmaktadır. $FP > S + c$ koşullarında da tersi strateji kârlı olmaktadır.

Belirsizlik koşulları altında ise spekülâtörler futures kontratlarını beklenen fiyatlara (EP) göre alıp satmaktadır. Eğer $EP > FP$ ise spekülâtörler futures kontratı satın alacak, kontratı vadesinde daha yüksek fiyattan satacaklar veya malı teslim alıp yüksek fiyattan spot piyasada satacaklardır⁹⁰.

⁹⁰ DEMİRÇELİK-SOYDEMİR, Ön. Ver., s. 25.

EP < FP durumunda ise gelecek fiyatından satış yapılacak ve beklenen fiyattan alım yapılarak pozisyon kapatılacaktır. Beklentilerin gerçekleşmesi halinde spekülâtör açısından kâr sözkonusu olmaktadır.

Risk sınırlayıcılar (hedgers) ise EP ile değil fiyat değişmelerinden doğan riskin aktarılması ile ilgili olmaktadır.

Gelecekteki fiyatlar ile spot fiyatlar arasındaki ilişkinin dengede olmasını sağlayan arbitrajcılar, $FP - SP > c$ ise, futures kontratı satmak, spot piyasada satın almak ve teslim tarihine kadar elde tutmak yoluyla kâr sağlamaktadır. $FP - SP < c$ durumunda ise tersine bir strateji izlenerek spot piyasada satış yapılarak futures kontratı alınmaktadır. Arbitraj kârı ise $FP - SP - c$ olarak gerçekleşmektedir. Tam arbitraj durumunda, denge fiyatı $FP = SP + c$ olmaktadır. Bu mekanizma "stoklama maliyeti teorisi" olarak adlandırılmaktadır.

Anlattıklarımızı özetlersek; spot fiyat, futures fiyattan yüksek olursa basis pozitif olmaktadır. Bu duruma ancak tersine piyasalarda rastlanmaktadır (inverted markets). Normal piyasalarda futures fiyatın spot fiyattan daha yüksek olması gerekmektedir.

Futures kontratların teslimat tarihinde, futures fiyatıyla + spot fiyat birbirine eşit olmaktadır. Başka bir deyişle futures kontratının teslimat tarihinde basis sıfır olmaktadır. Bu durum fiyat kavuşması olarak adlandırılmaktadır⁹¹.

Futures piyasalarda tam koruma basis'de herhangi bir değişikliğin olmaması durumunda ortaya çıkmaktadır. Ancak spot ve futures fiyatların değişmemesi genel olarak sözkonusu olmamaktadır. Spot ve

⁹¹ DEMİRÇELİK-SOYDEMİR, Ön. Ver., s. 26.

futures fiyatlar kontrat vadesi süresince az veya çok farklılık göstermektedir. Tablo III-5 ve Tablo III-6'da basis'in sıfır olması ve basis'in aleyhte işlemesi üzerine iki örnek verilmektedir⁹².

Tablo III-5: Basis Değişikliği Olmayan Bir İşlem Örneği

Tarih	Spot İşlem	Futures İşlem	Basis
15 Ekim	20 Adet spot ürün al. 500.000 TL/Adet $500.000 \times 20 = 10.000.000$ TL	20 Adet Ocak Futures'i sat. 600.000 TL/Adet $600.000 \times 20 = 12.000.000$ TL	-2.000.000
15 Kasım	20 Adet spot ürün sat. 450.000 TL/Adet $450.000 \times 20 = 9.000.000$ TL	20 Adet Ocak Futures'i geri al. 550.000 TL/Adet $550.000 \times 20 = 11.000.000$ TL	-2.000.000
Sonuç	- 1.000.000 Zarar	+ 1.000.000 Kâr	
Net Sonuç	0		

Tablo III-6: Basis Değişikliği Aleyhte Olan Bir İşlem Örneği

Tarih	Spot İşlem	Futures İşlem	Basis
15 Ekim	20 Adet spot ürün al. 500.000 TL/Adet $500.000 \times 20 = 10.000.000$ TL	20 Adet Ocak Futures'i sat. 600.000 TL/Adet $600.000 \times 20 = 12.000.000$ TL	-2.000.000
15 Kasım	20 Adet spot ürün sat. 450.000 TL/Adet $450.000 \times 20 = 9.000.000$ TL	20 Adet Ocak Futures'i al. 570.000 TL/Adet $570.000 \times 20 = 11.400.000$ TL	-2.400.000
Sonuç	- 1.000.000 Zarar	+ 600.000 Kâr	
Net Sonuç	- 400.000		

⁹² TUNCER, Ön. Ver., s. 50.

4. Spread

Teknik bir terim olarak spread, aynı cins yada yakından ilişkili mal cinsleri için bir futures kontratı satın alırken aynı anda bir futures kontratının satımı olmaktadır. örneğin; bay (A) pamuk Haziran kontratı satın alırken aynı anda bir Aralık pamuk kontratı satarsa, bir spread kurmuş olmaktadır. Örneğimizde aynı malın değişik kontrat ayları spread'e konu olmaktadır. Bu tip bir spread'e zaman spread'i (intra market spread) denmektedir. Spread'in diğer şekli fiyatları ilişkili iki değişik mal kullanılarak spread kurmaktır. Buna mal spread'i (inter commodity spread) adı verilmektedir. Mal spreadleri değişik aylar içinde kullanılabilir. Piyasalarda genellikle zaman spread'leri kullanılmaktadır.

Spread kuran kişinin genellikle spot piyasada pozisyonu olmamaktadır. Spread daha çok spekülörler tarafından futures piyasasında spekülasyon riskini azaltmak için kurulmaktadır. Spread kurmanın esas olarak üç önemli nedeni bulunmaktadır⁹³.

a. Zaman spread'i aynı mal üstünde bir alış kontratına karşı bir satış kontratı tutmak olduğu için marjin riskini minimize etmektedir. Spread durumunda fiyat düştükçe alış kontratı marjin uyarılarına konu olurken satış kontratı değer kazanır ve böylece bir kişinin karşılaşabileceği ve hergün karşılaşmak zorunda olduğu net marjin uyarısı miktarı düşürülmüş veya sıfırlanmış olmaktadır.

b. Spread gibi aynı anda hem alım hemde satım kontratı içeren korunmalı durumlarda ön marjinler açık pozisyonlara göre daha düşük olmaktadır⁹⁴.

⁹³ EROL, Ön. Ver., s. 54.

⁹⁴ EROL, Aynı, s. 55.

c. Spread kuran kişi fiyatlar düşse de yükselse de kâr yapmaktadır. Bu durumda fiyat önünü kestiremeyen ve ilk pozisyon almaktan kaçınan kişi eğer spread'in çeşitli nedenlerle artacağı (bazı durumlarda azalacağı) konusunda kesin fikir sahibiyse, spread kurarak fiyat hareketlerinden bağımsız bir kâr hedefleyebilmektedir. Bu son neden spread'i belirleyen etmenlerin spread kuran kişiler için çok önemli olduğunu göstermektedir. Temelde spread'i belirleyen etmenler basis'i belirleyen etmenlerle aynıdır. Bunlar taşıma maliyeti ve uygunluk getirisidir. Uygunluk getirisi spreadlerde özel bir anlam taşımaktadır. Fiyatların arttığı dönemlerde mal arzı ile ilgili sıkıntılar öncelikle daha erken tarihte mal teslimine konu olan yakın kontratları ilgilendirmektedir. Spot ve futures fiyatlarının hızla yükselmesi talebe göre arzın yetersizliğini gösterdiği için yakın ay futures fiyatlarının hızla yükselmesi talebe göre arzın yetersizliğini gösterdiği için uygunluk getirisi, yakın ay futures fiyatlarının uzak aylara göre daha yüksek olmasına ve spread'in negatif olmasına yol açmaktadır. Buna karşın fiyatların hızla düştüğü dönemler arzın talebe göre daha fazla olduğu ve malın bol olduğu dönemler olmaktadır. Bu dönemlerde uygunluk getirisi sıfıra yakındır ve spread'leri sadece taşıma maliyetleri belirlemektedir. Uzak kontratların taşıma maliyeti yakın aylara göre daha fazla olduğu için uzak ay futures fiyatları yakın ay fiyatlarından daha fazla yani spread'i pozitif olmaktadır. Bu durumda fiyatlarının hızla artacağından öngörüldüğü dönemlerde yakın kontratları alıp uzak kontratları satarak spread kurmak gerekmektedir. Burada yakın kontratlarındaki fiyat artışının satılan uzak ay kontratlarındaki fiyat düşüşünden daha fazla olacağı öngörülmektedir⁹⁵. Futures fiyatlarının düşeceğinin tahmin edildiği dönemlerde ise, yakın ay kontratları satarken uzak ay

⁹⁵ DEMİRÇELİK-SOYDEMİR, Ön. Ver., s. 30.

kontratları almak gerekmektedir. Buradaki mantık yakın ayların kontrat bitimine doğru taşıma maliyetlerinin hızla düşeceği, buna karşın uzak ay kontratlarında taşıma maliyeti geçen zamana paralel olarak düşse de, düşüş oranının yakın kontratlara oranla daha az olacağı beklentisidir. Dolayısıyla ikinci durumda uygunluk getirisi dikkate alınmadan hesaplar tümüyle taşıma maliyetine göre yapılmaktadır⁹⁶.

Daha esnek bir yöntem olan fiziki malar için futures takası (Exchange of futures for physicals) kısaca EFC yönteminde ise mal teslim etmek isteyen bir kişi takas odasının eşleştirilmesini beklemeden malı almak isteyen bir kişiyi kendi imkanlarıyla bulabilmektedir. İki taraf eğer anlaşır, mal teslim tarihini ve malın nerede teslim edileceğini kendi aralarında saptayabilmektedir. Hatta anlaşma durumunda, mal teslimi kontrat ayından daha önceki bir ayda olabilmektedir. Takas odası kendisine haber verilirse bu tip ikili anlaşmaları genellikle onaylamaktadır. Onay durumunda her iki partinin ismi de takas odası listesinden düşürülmektedir. Bir diğer mal teslim yöntemi alternatif mal teslim süreci (alternative delivery process) kısaca ADP'dir. Bu yöntemde her iki taraf mal teslimi konusunda aralarında anlaşmaktadır. Bu yöntemin farkı, ikili anlaşma uyarınca mal tesliminin kontrat ayından sonra yapılmasına olanak tanınması olmaktadır. Genelde takas odasının yönettiği takasların tümü kontrat ayında yapıldığı için, ADP teslim tarihiyle ilgili ek bir esneklik sağlanmaktadır. ADP yönteminde her iki tarafında durumu, haber verme gününde takas odasına bildirmeleri gerekmektedir⁹⁷.

⁹⁶ DEMİRÇELİK-SOYDEMİR, Ön. Ver., s. 32.

⁹⁷ EROL, Ön. Ver., s. 24.

E. KONTRATIN SONA ERMESİ VE TESLİM

Futures kontratlarının sona ermesi, kontratın sona erme zamanına göre;

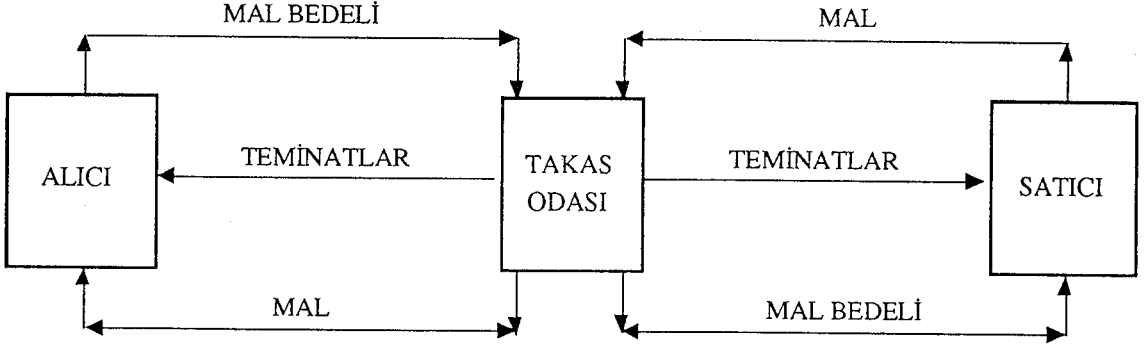
- Vadeden önce sona erme
- Vadede sona erme

şeklinde gerçekleşmektedir. Vadeden önce kontratın sona ermesi, borsada ters bir işlem yapılarak pozisyon sıfırlama yöntemiyle gerçekleşmektedir. Ancak bu durum gerçek anlamda kontratın sona ermesi olarak kabul edilmeyebilmektedir. Çünkü bu durumda genellikle kontrat sona ermemiş, taraflardan birisi hak ve yükümlülüklerini bir başkasına devretmiş olmaktadır. Kontrat, ancak satıcının sattığı kontratı geri almasıyla sona ermektedir. Futures piyasalarında tarafların, ellerindeki kontratları ters bir işlem yaparak kapatmaları, hak ve yükümlülüklerini devretmeleri adeta geleneksel bir hal almıştır. Ancak vadenin yaklaşması halinde, birçok ters işlem, aynı zamanda kontratın sona ermesi sonucunu doğurmaktadır. Çünkü, vade yaklaştıkça borsadan spekülörler çekilecek ve gerçek taraflar kalacaktır. Bu durumda yapılan ters işlemlerin aynı zamanda bir sona erdirme işlemi olması olasılığı artmış olmaktadır⁹⁸.

Genel bir kural olarak mal teslimi kontrat ayında yapılmalıdır. Elinde futures kontratı bulunan kişi, futures borsasının açıkladığı haber verme günlerinde aracı kuruma başvurarak mal alım veya tesliminde bulunmak istediğini belirtmektedir. Müşterinin bu isteği aracı kurum tarafından takas odasına iletilmektedir. Takas odası, haber verme süresi sonuna kadar bekliyerek tüm istekleri toplar ve tasnif

⁹⁸ ERDEM, Ön. Ver., s. 95.

edilen mal teslim alma ve teslim etme isteklerini eski tarihten başlayarak eşleştirmektedir. Bu arada daha önce bahsettiğimiz gibi, kalite kontrolleri, mal teslim yeri, zamanı, miktarı takas odasınca belirlenmektedir (Şekil III-2)⁹⁹.



Şekil III-2: Teslim Mekanizması

⁹⁹ ERDEM, Ön. Ver., s. 96.

Dördüncü Bölüm

TÜRKİYE'DE TARIMSAL ÜRÜNLERE DAYALI FUTURES PİYASALARININ OLUŞTURULABİLMESİ İÇİN GEREKLİ KOŞULLAR

I. TARIMSAL ÜRÜN PİYASALARI

Türkiye'de tarım piyasalarında istikrarı temin etmek üzere destekleme alımları ve taban fiyatı uygulaması yürütülmektedir. Bu durumda futures piyasaları ile bu tür fiyat istikrarını koruyucu tedbirleri kıyaslayabilmek için Tarımsal Ürün Piyasalarının özellikleri incelenmelidir.

A. TARIMSAL ÜRÜN PİYASALARININ ÖZELLİKLERİ

Tarımsal ürün piyasalarında arz ve talebin esnek olmamasından kaynaklanan fiyat ve gelir istikrarsızlığı bu piyasaların temel özelliğini oluşturmaktadır. Fiyat istikrarsızlığı ve bu nedenle karşılaşılan gelir istikrarsızlığı gerek üretici ve gerekse tüketicilerin toplumsal refahını ve karar alma süreçlerini olumsuz bir biçimde etkilemektedir¹⁰⁰.

¹⁰⁰ SAK, Ön. Ver. s. 6.

Fiyat istikrarsızlığı, tarımsal ürün piyasalarının arz ve talep yönlü özelliklerinden kaynaklanmaktadır. Arz yönlü özelliklere bakıldığında öncelikle üretimin doğal süreçlere bağımlı bulunması fiyatlarda mevsimlik dalgalanmalara neden olmaktadır. Üretim biyolojik süreç nedeniyle kesikli olarak ve doğal koşullara bağlı bir biçimde gerçekleştirilirken, talebin sürekliliği probleme neden olmaktadır. Bunların yanısıra, girdi fiyatlarındaki dalgalanmalar ve üreticilerin fiyat beklentileri de üretimde dalgalanmalara neden olabilmektedir¹⁰¹.

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

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

Tarımsal ürün piyasalarında karar alıcı birimler olarak üreticileri, tüccarı ve tüketicileri ayırdedebilmek mümkündür. Şimdilik devlet müdahalesini ele almayarak, buradaki karar alıcı birimlere dahil etmemek uygun bulunmaktadır.

Burada üreticiler, yatırım kararlarını vermektedir. Ancak gelirlerindeki istikrarsızlık bunların yatırım kararlarını da olumsuz

¹⁰¹ **Tarım Özel İhtisas Komisyon Raporu**, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği; (Ankara,1992), s. 54.

biçimde etkilemektedir. Fiyatlardaki istikrarsızlık nedeniyle bir sonraki dönem için kaynakların dağıtımında yeterli bilgiye sahip olmayacaklardır. Bir sonraki dönem için karar verirken, burada üretici açısından önemli olan bir sonraki dönemde fiyatların ne olacağıdır. Ancak futures piyasaları olmadığı için bir sonraki dönem fiyatları hakkında kollektif beklentiler mevcut olmamaktadır. Üretici bu konuda kararını verirken yalnızca kendi olası arzını ve kendi beklentilerini değerlendiremektedir. Bilgi iletimindeki bu problem nedeniyle istikrarsızlık sistemde yeniden yaratılabilmektedir.

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

Tüccarı, stoklanabilir mallarda, stok yaparak, bu dönemdeki malları, ileriki dönemlere aktaran birim olarak değerlendirirsek ve stoklamanın belli bir maliyeti olduğunu dikkate alırsak, gelecekteki fiyatların belirlenmesi ile ilgili bir mekanizma olmadığı takdirde optimal stoklamanın gerçekleştirilmesi güçleşmektedir. Bu tür piyasaların olması halinde stoklama maliyeti ve spot fiyatı gelecekte beklenen fiyata eşitlenmediğinde daha fazla stoklama yapmayarak, belirli bir politika izlemek imkan dahiline girmektedir¹⁰².

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

¹⁰² SAK, Ön. Ver. s. 8.

Genel olarak tarımsal ürün piyasalarından bahsettikten sonra Türkiye tarımından da bahsedilmesi gerekli görülmektedir.

Türkiye tarımı, sosyo-ekonomik ve teknolojik yapı açısından ikili bir yapı arz etmektedir. Tarımda modernleşme ve geleneksellik, dinamizm ve durgunluk çok defa beraberce varlığını sürdürmektedir. Pazara yönelik, üretim yapan “ticari tarım kesimiyle, öztüketime yönelik geçimlik tarım kesimi” farklı gelişmişlik düzeylerinde uğraş vermektedir. Bu kesimlerde üreticiler, farklı kaynak ve teknoloji donatımına, farklı üretim-finansman ve pazarlama organizasyonlarına ve nihayet, farklı amaç fonksiyonlarına sahiptir. Değişik ekonomik gelişmişlik düzeylerinin araçları olan traktör ile karasaban, uçak ile kağrı aynı zaman diliminde, farklı kesimlerde işlevlerini sürdürebilmektedir.

Yeni teknolojilerin ve organizasyonların üretim sürecine girmesiyle ticari kesimde, işbölümü ve ihtisaslaşma gelişmişlik ve ticari kesimin pazara açılma düzeyi, pazarlık gücü ve gelir düzeyi olumlu yönde etkilenmektedir. Diğer taraftan, sanayi sektöründe meydana gelen gelişmeler ticari tarım kesimi için dinamizm üretmiş ve üretimin artmasında uyarıcı ve itici bir rol oynamıştır. Bütün bunların yanında piyasa bağlantısı olmayan veya çok az olan geçimlik tarım kesimi, tüm bu gelişmelerin dışında kalmış, ya da yeterince gelişmemiştir.

Türk tarımında genel olarak tarımsal ürünlerin pazarlanma ve işlenme oranları düşüktür. Sözkonusu oranların artışı, esas itibariyle ticari tarım kesiminde ortaya çıkmaktadır. Diğer taraftan, üretimden tüketime kadar uzanan dikey pazarlama kanallarındaki organizasyonlar genellikle, tarımsal sermayenin değil, ticari ve sınai sermayenin etkisi altında kurulup işletilmektedir. Başka bir deyişle, Türkiye’de tarımsal

üreticiler, büyük ölçüde ürünlerin pazarlamasında oluşan dikey organizasyonların dışında kalmaktadır.

Türk tarımı bugün geleneksel tarımdan modern tarıma geçişin izlerini, ilişki ve çelişkilerini beraberce yaşamaktadır¹⁰³.

B. DEVLET MÜDAHALELERİ

Tarım ürünlerinde fiyat istikrarı için devlet müdahalesi çeşitli ülkelerde izlenen bir politika olmaktadır. Devlet müdahalesi denildiğinde izlenen politika, devletin ürünün bol olduğu dönemlerde piyasadan alım yaparak stoklaması ve bunu ürünün az olduğu dönemlerde satması olmaktadır. Bu yöntemle fiyat dalgalanmalarının boyutları azaltılabilmektedir.

Destekleme alımları vasıtasıyla, devlet, ürünün zamanlar arası aktarımını üstlenmekte ve üreticinin ürününü belirli bir minimum fiyatın altında satmamasını garanti etmektedir¹⁰⁴.

Türkiye’de tarımda destekleme uygulaması 1932 yılında buğday ve üzüm piyasalarına müdahaleyle başlamış ve günümüze kadar artan bir oranda önemini koruyarak gelmiştir. Hatta yapılan çalışmalar destekleme alımlarının fiyat istikrarını sağlamakta başarılı olduğu ifade edilmektedir. Türkiye’de destekleme uygulamaları ürün bazında destekleme alımları ve girdi bazında subvansiyonlarda yoğunlaşmıştır. Bunun yanında düşük faizli kredi temini, teşvik primi ödemesi, ihracat teşvikleri ve fonlarla tarımsal üretim korunmaktadır.

¹⁰³ “Tarım Özel İhtisas Komisyon Raporu”, Ön. Ver., s. 109.

¹⁰⁴ SAK, Ön. Ver., s. 8.

Destekleme kapsamına giren ürün sayısı yıllar itibariyle değişiklik göstermektedir. 1980'de 22 olan ürün sayısı, 1985'de 13'e, 1990'da 11'e düşmüş, 1991'de 23'e çıkmış ve 1993'de 20 olmuştur. Destekleme alımında görevli kuruluşların hukuki ve ekonomik yapıları birbirinden farklı olmaktadır. Bunlar; Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş., Toprak Mahsülleri Ofisi, Et ve Balık Kurumu Genel Müdürlüğü, Türkiye Süt Endüstrisi Kurumu, Tekel Genel Müdürlüğü, Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü, Tarım Satış Kooperatifleri Birlikleri'dir¹⁰⁵.

Destekleme alımları kapsamına giren ürünlerin fiyatlarının tespiti ve ürün bedellerinin ödenmesiyle ilgili kurumlar ise;

- Bakanlar Kurulu
- Yüksek Planlama Kurulu
- Para ve Kredi Kurulu
- Bakanlar Kurulunun Yetkili Kıldığı Bazı Bakanlıklar olmaktadır.

Destekleme kapsamındaki tarımsal ürünlere ait fiyatlar, alım miktarları ve alımlar sonucu üreticiye yapılan ödemeler Tablo IV-1'de gösterilmektedir. Üreticiye yapılan ödemeler içinde hububatın payı 1987'de %55, 1991'de %34'dür. Destekleme alımları içinde hububatın payı oldukça yüksek olmaktadır. Bu bölümde genel olarak devlet müdahalesinden bahsedilmektedir. Bu durum devlet politikasının futures piyasalarla kıyaslanabilmesi için gerekli görülmektedir. Pamuğun durumu ayrıca incelenmektedir.

¹⁰⁵ "Ticaret Borsaları ve Vadeli İşlem Piyasaları", Ön. Ver..., s. 67.

Tablo IV-1: Seçilmiş Ürünlerde Destekleme Alım Miktarları/Üretim Oranları

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
1 Buğday	21.5	15.1	3.2	24.7	24.3	11.7	12.8
2 Arpa	8.9	9.6	0.1	11.2	14.3	8.3	14.0
3 Çavdar	6.0	10.8	5.7	23.5	45.9	26.7	22.1
4 Mısır	1.7	2.5	7.8	6.2	8.6	11.2	16.0
5 Pamuk	8.3	-	-	-	33.5	49.8	-
6 Tütün	63.2	47.2	39.3	63.9	84.9	47.8	71.6
7 Şekerpancarı	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
8 Ayçiçeği	17.2	-	41.8	-	40.9	63.2	46.6
9 Fındık	8.1	-	-	-	27.0	44.2	29.5
10 Kuru incir	15.5	-	-	-	6.0	20.0	-
11 Kuru üzüm	17.4	-	-	-	17.0	37.0	42.8
12 Zeytinyağı	-	-	-	-	25.0	35.7	-
13 Tiftik	-	0.5	-	22.2	30.8	37.0	52.6
14 Antep fıstığı	0.0	-	19.4	-	15.4	6.9	30.0

Kaynak: DPT, Yıllık Programlar

Türkiye’de tarımsal destekleme politikasından bahsedildiğinde yanılığardan da söz etmek yerinde olmaktadır. Bunlar¹⁰⁶;

- Tarım Ürünlerine Yüksek Fiyat Politikası Uygulanması: Uygulanan yüksek fiyat politikasıyla üretim, pazarlama imkanı olup olmadığı gözönüne alınmadan teşvik verilmektedir. Yüksek fiyat politikasının körüklediği tarımsal üretim sonucunda, tarımsal üretim fazlalıkları ve stok şişmesi oluşmaktadır.

- Toprak Mahsülleri Ofisi (TMO)’nin ve Tarım Satış Kooperatifleri’nin Getirdiği Ağır Yükü Türkiye Ekonomisi Kaldıramamaktadır: TMO’nin alım kampanyası Mayıs-Eylül ayları

¹⁰⁶ “Ticaret Borsaları ve Vadeli İşlem Piyasaları”, Ön. Ver., s. 75.

arasında yoğunlaşmaktadır. Bu dönemde alınan ürünler, daha önce pazar bağlantısı olmadığı için genellikle stoklanmaktadır. Siyasi iktidarların uyguladıkları politikalar çerçevesinde üreticiye dünya fiyatlarının üzerinde fiyat verilirken, diğer taraftan Mayıs-Eylül arasında yoğun alımlar sonucu stoklar oluşmaktadır. Böylece, bir taraftan stok maliyetleri artarken, diğer yandan yeterli olmayan depolama kapasitesi sonucu, açıkta depolama zorunlu hale gelmekte ve önemli kayıplar meydana gelmektedir.

- Tarımsal Ürünlere Yapılan Destekleme'nin Enflasyon Üzerindeki Kışkırtıcı Etkisi Gözardı Edilmektedir: Çalışmalar açıkça ortaya koymaktadır ki, tarımsal ürünlere verilen yüksek destekleme fiyatları enflasyonu körüklemektedir.

Tablo IV-2, enflasyon ile destekleme fiyatları artışı arasındaki paralelliği ve destekleme fiyatlarındaki artışın enflasyonu etkilediğini açıkça göstermektedir. Burada ürünlerin, üretim, tüketim, ihracat ve ithalat fiyatları ve dünya fiyatları, gübre ve yem kullanımı, kişi başına gelir, nüfus, arz ve talep elastikiyeti, büyüme hızı, enflasyon, dış ticaret ve borçlar gözönünde bulundurulmaktadır.

- Türkiye Israrla Girdi Bazında Subvansiyona Devam Etmektedir: Destekleme alımları dışında, üreticiye ucuz girdi temin edilmesi için tarımsal girdilere yapılan subvansiyon devam etmektedir. 1993 yılı itibariyle tarımsal girdilere yapılan subvansiyon 3.667 milyar TL'dir¹⁰⁷.

- Tarımsal Desteklemenin Finansmanı İçin Merkez Bankası Karşılıksız Para Basmaktadır: Türkiye'de desteklemenin finansmanı

¹⁰⁷ "Ticaret Borsaları ve Vadeli İşlem Piyasaları", Ön. Ver., s. 76.

değişik kuruluşlardan karşılanmaktadır. Ancak bu kuruluşların tamamı devlet kuruluşudur ve Merkez Bankası tarafından karşılıksız para basılarak finanse edilmektedir.

Tablo IV-2: Destekleme Fiyatlarındaki Artışın Enflasyonla İlişkisi

Yıllar	Destekleme Fiyatlarındaki Artış	Enflasyon (%)
1977	10.9	24.1
1978	11.9	52.6
1979	57.2	63.9
1980	103.4	107.2
1981	83.3	86.4
1982	22.4	24.5
1983	26.4	30.5
1984	58.6	50.3
1985	33.4	43.2
1986	26.5	29.6
1987	22.4	32.0
1988	70.9	68.3
1989	98.1	68.2
1990	53.6	53.1
1991	49.7	55.4
1992	53.9	60.6
1993	65.3	58.4

Kaynak: DPT, Yıllık Programlar

- Oy Kaybetme Kaygısıyla Populist Tercihler Ekonomik ve Teknik Tercihlerin Önüne Geçmektedir: Temel yapısal sorunları çözmeden, sonuçlarının ne ölçüde üreticiye ve piyasaya yansıdığı bilinmeyen bir destekleme politikasıyla durum günlük idare edilmeye çalışılmaktadır. Ancak, tarımsal desteklemeden gelen yükü, Türkiye'nin kaldıracak gücü kalmamıştır¹⁰⁸.

¹⁰⁸ "Ticaret Borsaları ve Vadeli İşlem Piyasaları", Ön. Ver., s. 78.

C. FUTURES PİYASALARI İLE DESTEKLEME ALIMLARININ ETKİNLİK ÜZERİNE ETKİLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Daha önce anlatmaya çalıştığımız gibi tarımsal ürün piyasalarındaki istikrarsızlığın temel nedeni, riski aktarmaya yarayacak futures piyasaların bulunmamasıdır. Türkiye’de bugüne kadar eksik piyasaların futures piyasaları ile ikamesi yerine doğrudan devlet müdahalesi ile bu eksikliğin ortadan kaldırılması amaçlanmış ve bunda önemli ölçüde başarıda sağlanmıştır.

Her ne kadar literatürde futures piyasalarının toplumsal refah açısından tarımsal destekleme politikalarına tercih edilmesi gerektiğine ilişkin açık bir tanımlama yoksa da, futures piyasalarının maliyet açısından daha tercih edilir olduğu ifade edilmektedir. Açıktır ki, doğrudan devlet müdahalesi yerine piyasa mekanizmasının işlevini yerine getirememesine yol açan eksik (futures) piyasaların ikamesi ile, fiyat istikrarsızlığına piyasa mekanizması dahilinde bir çözüm bulunmuş olmaktadır¹⁰⁹.

- Çözüm piyasa mekanizması dahilinde bulunduğu öncelikle karar alıcı birimler istedikleri oranda risk aktarmakta serbest kalmaktadır. Destekleme politikaları ile üreticinin fiyat ve gelir dalgalanmaları ortadan kaldırılmaktadır. Ancak bu üreticinin ürettiğinin tamamı için geçerli olmaktadır. Üretici, malının tamamını belirli bir minimum fiyattan ya da bunun üstünde satabilmektedir. Futures piyasaları ile birlikte üreticinin geliri değil, yalnızca malın fiyatı istikrara kavuşmaktadır. Gelir istikrarsızlığı probleminin çözümü, malın üretim hacmi değişmediği takdirde, üreticinin kendi davranışına

¹⁰⁹ SAK, Ön. Ver., s. 9.

bağlı kalmaktadır. Üretici ürünün tamamını değil, istediği takdirde yalnızca belli bir bölümünü futures piyasalarında satabilecek, kalanı için kendini garanti altına almayabilmektedir. Bu yolla futures piyasaları üreticilere manevra kabiliyeti sağlayarak, onların hareket alanını genişletmektedir.

- Bahsedilen nedenden ötürü futures piyasaları tarımsal üretimin piyasa koşullarına esnekliğini artırabilmektedir. Bugün fiyat ve gelirin yapısı yüzünden, üreticilerin ürün yapısını kolayca değiştirmek için yeterli teşvikleri bulunmamaktadır. Belli mallarda destekleme sürekli olmaktadır. Futures piyasaları ile tarım piyasaları bu açıdan daha esnek hale gelmektedir.

- Futures piyasalarının etkin faaliyeti ile birlikte zamanlararası arz ve talep koşulları hakkında bilgi aktarımı gerçekleşmiş olmaktadır. Mevcut yapıda fiyat dengesizliklerinin temel nedenlerinden bir tanesi de zamanlararası arz ve talep koşulları ile ilgili bilgi aktarımının gerçekleştirilememesi olmaktadır. Bu piyasaların ikamesi ile birlikte bundan üç ay sonrasında x malının arz ve talep koşulları ile ilgili örneğin tüccar tarafından edinilen bilgiler, x malının üç ay sonraki fiyatı ile iletilmektedir. Her karar alıcı birimin, gelecekle ilgili beklentileri ve edindikleri bilgiler futures fiyatlarında yansıtacağı için zamanlararası bilgi iletimi imkan dahiline girmektedir. Bu nedenle de gerek üretici ve tüketiciler, gerekse de tüccarlar gelecekle ilgili daha sağlıklı karar verme imkanına, daha ucuz bilgi edinebilme imkanına kavuşmuş olmaktadır. Böylece karar alıcı birimler yalnızca geçmiş fiyatları değil, gelecekteki fiyatları da dikkate alarak değerlendirme yapabilmektedir¹¹⁰.

¹¹⁰ SAK, Güven, DEMİRÇELİK, Adalet, "Futures Piyasasında Kurumsal Düzenleme Önerileri"; Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 1989, s. 3.

Burada mevcut yapıda yalivre satışların anılan işlevleri bir ölçüde getirebileceği ileri sürülebilmektedir. Ancak edinilen bilgilere göre bu tür satışlarda birbirinden ayrı, tekil alım satımlar söz konusu olmaktadır. Futures piyasaları ile gelecekteki fiyatların kollektif belirlenimi önem kazanmaktadır. Bu nedenle futures piyasalarının asıl işlevinin malın el değiştirmesi değil, bilginin aktarılması olduğu iddia edilebilmektedir. Bu piyasalara katılanlar beklentilerine göre belirli fiyatlardan kontratlar imzalamakta ve takas genellikle nakit olarak gerçekleştirilmektedir¹¹¹.

Bu çerçevede piyasa mekanizmasının işlerliğe kavuşturulmasını piyasa yoluyla amaçlayan futures piyasalarının etkinliğe katkısının daha fazla olduğu iddia edilebilmektedir. Ancak her iki sistemin birlikte yürütülmesi mümkün olmaktadır. Buna göre destekleme alımı ile futures piyasaları farklı sigorta sistemleri olmaktadır. Destekleme alımları ile üreticilerin tamamı sigorta edilmiş olurken, futures piyasalarında üretici bu kez istediği oranda sigorta satın alabilmek imkanına kavuşmaktadır¹¹².

D. FUTURES PİYASALARININ ETKİN FAALİYETİ İÇİN DİKKAT EDİLMESİ GEREKEN HUSUSLAR

Futures piyasalarının başarılı olabilmesi için birtakım koşullar bulunmaktadır. Bunlar¹¹³;

- Futures piyasalarının tesis edilmesinde dikkat edilmesi gereken noktalardan ilki piyasalara geniş katılımın sağlanmasının önemi

¹¹¹ SAK, DEMİRÇELİK, Ön. Ver., s. 4.

¹¹² SAK, Ön. Ver., s. 10.

¹¹³ SAK, Aynı, s. 13.

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

- Futures piyasalarının etkin faaliyetinin öngereklerinden bir diğeri ise spot piyasaların faaliyet biçimi olmaktadır. Spot piyasaların kolaylıkla manipule edilebilir olması, futures piyasalarının kurulması ile ilgili çalışmaların, mevcut ticaret borsalarının işleyişi üzerine bir çalışma ile birlikte yürütülmesi yararlı olmaktadır.

- Futures kontratları standart mal grupları için yapılacağına göre, alım-satım konu olacak mal standartlarının ayrıntılı olarak saptanması gerekmektedir örneğin; pamukta, Ege st 1, Antalya st 1, Çukurova st 1 ve diğer standartlar için piyasaların açılması gerekmektedir¹¹⁴.

II. TARIMSAL BİR ÜRÜN OLARAK PAMUK

Pamuk, bugünkü Anadolu Topraklarında birinci yüzyılda yani yaklaşık 1900 yıl önce yetiştirilmeye başlayan tarımsal bir üründür. Önemi dolayısıyla, Bizans, Selçuklar ve Osmanlılar zamanında ekimi teşvik tedbirleri alınmış, ekim alanı ve üretim miktarı artmış, zamanla ekim alanlarında ve üretim miktarında artış ve azalışlar görülmüştür. Böylece Cumhuriyet dönemine gelinmiştir. Pamukta asıl gelişmeler bu dönemde gerçekleşmiştir. Bu gelişmede pamuk ıslah istasyonlarının (şimdi Bölge Pamuk Araştırma Enstitüleri), Türkiye şartlarına uygun

¹¹⁴ SAK, Ön. Ver., s. 15.

tiplerin seçiminin, Pamuk Deneme ve Üretim Çiftlikleri, ıslah edilmiş pamuk tohumu üretimine ve pamuk ıslahına yönelik hukuki mevzuatın, milli pamuk İstişare Komitesi Bölge Kurullarının önemli rolü olmuştur¹¹⁵. Bu bölümde pamuk ürünü tanınmaya çalışılmaktadır.

A. VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN ÖNCELİKLE PAMUK ÜZERİNDE KURULMASININ NEDENLERİ

Türkiye'de altın, döviz, menkul kıymetler ve bazı önemli tarım ürünleri vadeli işlem borsalarının kurulması için çalışmalar başlatılmış ancak tarım ürünlerinde vadeli işlem borsalarının ilk olarak pamuk üzerine kurulmasına karar verilmiştir. Bunu gerektiren birçok neden bulunmaktadır. Bunlar¹¹⁶;

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

¹¹⁵ OLALI, Hasan, **İzmir'de Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nın Ekonomik Yapılabilirliği**, İzmir Ticaret Borsası Yayınları No: 47, İzmir, (Mart-1993), s. 8.

¹¹⁶ OLALI, Aynı., s. 9.

Özetle, anlatmaya çalıştığımız bu nedenler, Türkiye’de vadeli işlem borsalarının kurulması için en uygun tarım ürünü olarak pamuğun seçilmesine neden olmuştur.

B. PAMUK ÜRÜNÜNÜN TÜRK EKONOMİSİNDEKİ YERİ VE ÖNEMİ

Pamuk, ekonomimizin son derece önemli ve stratejik bir tarım ürünüdür. Bu durumu kanıtlayan çeşitli göstergeler bulunmaktadır¹¹⁷.

1. Ekili Alanlar, Üretim ve Verim İtibariyle Pamuğun Türk Tarımındaki Önemi

Cumhuriyetin ilk yıllarında,

- Pamuk ekili alanlar 99.000 hektar,
- Pamuk üretim miktarı 38.000 ton,
- Pamuk verimi hektar başına 392 kg,

dolaylarında iken, 1994 itibariyle

- Pamuk ekili alanlar 615.000 - 700.000 hektar
- Lif pamuk üretimi 590.000 - 650.000 ton,
- Hektar başına verim 960 kg’a çıkmıştır.

2. Çalışma Alanı, İstihdam, Geçim İmkanları Bakımından Pamuğun Türk Ekonomisindeki Yeri ve Önemi

- Pamuk, gerek tarım sektöründe, ara endüstriler olarak çırçır endüstrisinde, pamuğu işleyen tekstil endüstrisinde gerekse pamuğun yan endüstrilerini işleyen diğer endüstrilerde, büyük bir istihdam alanı yaratır. Çünkü, pamuk her safhada “Emek-Yoğun” üretim tekniğine dayanmaktadır.

¹¹⁷ OLALI, Hasan, a.g.e., s. 6.

- Pamuk tarım sektöründe, sektörün özelliği gereği geniş bir çalışma ve geçim alanıdır. Yaklaşık 2.5 milyon kırsal nüfus pamuktan geçimini sağlamaktadır¹¹⁸.
- 250.000 tarım işletmesi pamuk üretimi yapmaktadır.
- Ham pamuğu işleyen çırçır endüstrisi, lif pamuğu işleyen tekstil endüstrisi ve konfeksiyon endüstrisi endüstriler içinde en çok işgücü istihdam eden çalışma alanlarıdır. Pamuklu endüstrisinde 100.000 kişi çalışmakta 400.000 kişi geçimini buradan elde etmektedir.
- Bundan başka pamuk yan ürünlerini işleyen nebati yağ endüstrisi ve kağıt endüstrisi de istihdam yaratan endüstriler olmaktadır. Bütün bu faaliyet ve istihdam alanlarının temel maddesi pamuktur.

Toplam olarak Türkiye’de 3 milyon insanın pamuk sayesinde geçimini sağladığını söylemek mümkün olmaktadır.

3. Değişik Endüstrilerin Bir Hammaddesi Olarak Pamuk Ürününün Türk Ekonomisindeki Yeri ve Önemi

Pamuk ve pamuktan elde edilen yan ürünler kademe kademe birçok endüstrilerin hammaddesini oluşturmaktadır. Bu, pamuğun değişik kullanım imkanlarına sahip bir tarımsal ürün olmasından kaynaklanmaktadır. Pamuk gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye’de sanayileşme hareketinin temel basamağını oluşturmakta ve sanayinin gelişmesi için uygun bir ortam ve kaynak birikimi yaratmaktadır.

¹¹⁸ İzmir Ticaret Borsası; “İzmir’de Bir Vadeli İşlemler Borsası Kurulabilme Potansiyeli”, **Araştırma Raporu**, 1992, s. 5.

Pamuk, ırırlama endüstrisinin ve tekstil endüstrisinin hammaddesi iken pamuk çekirdeği pamuk yağının hammaddesidir. Pamuk yağı da likit ve margarin olarak nebati yağ ihtiyacımızın yaklaşık %30'unu karşılamaktadır.

4. İhracat Maddesi Olarak Pamuk Ürününün Türk Ekonomisindeki Yeri ve Önemi

Pamuk, bir yandan tarım ürünü olarak doğrudan öte yandan hammaddesini teşkil ettiği dokuma ve konfeksiyon ihracatı olarak Türkiye'nin dış ticaret dengesinde önemli bir yer tutmaktadır.

1990 yılında toplam ihracatımızın 12 milyar 959 milyon dolar döviz girdisinin %31.4 olan 4 milyar 061 milyon dolar, pamuk ipliği, pamuk dokuma ve pamuklu konfeksiyon olan sağlanmıştır¹¹⁹.

5. Pamuk Ürününün Türkiye Milli Gelirindeki Yeri

Pamuk, dolaylı ve dolaysız olarak Türkiye milli gelirinin yaklaşık %7'sini oluşturmaktadır¹²⁰.

C. TÜRKİYE'DE PAMUK ÜRÜNÜ POLİTİKALARI

Ekonominin değişik kesimlerini ilgilendiren, geniş üretim ve tüketim olanaklarına sahip bulunan, tümüyle ticari sirkülasyona giren pamuk ürününde uzun vadeli bir politikanın tespiti ve uygulanması zorunluluğu bulunmaktadır.

¹¹⁹ "Pamukta İpler İhracatçının Elinde", **Para Dergisi**, 3 Eylül 1995, s. 41.

¹²⁰ OLALI, Ön. Ver. s. 16.

Bugüne kadar Türkiye’de uzun vadeli bir pamuk politikasının belirlenmemiş olması, bürokrasinin ve yetkili mercilerin konulara ve sorunlara tam nüfus edemedi karar almasına, bu kararların sık sık değiştirilmesine, istikrarsız ve güvenilmeyen bir ortamın yaratılmasına yol açmıştır.

Pamuğun her ne kadar bugün üretim ve talep bakımından bir denge durumu varsa da gelecekte şartların değişmemesinin beklenmesi yanlıgı olmaktadır. Uzun vadeli, devamlı bir pamuk politikasının kamu ve özel kesimce müştereken tespiti ve uygulanması şartıyla pamuk üretim hacminin artırılması gerekmektedir. Bu da üç şarta bağı olmaktadır. Bunlar¹²¹;

- Pamuk ekim alanlarının genişletilmesi gerekmektedir. Bu da ancak GAP (Güney Doğı Anadolu Projesi)’nin devreye girmesine bağı olmaktadır. 2000’li yılların başında proje tümüyle tamamlandığında pamuk üretiminin %118 artması beklenmektedir.

- Hektar başına verim artırılmalıdır. Bu da tohumluk, gübre, mekanik donatım, enerji, sulama, hastalık ve zararlılarla mücadele ve çiftçinin eğitimi ile mümkün olacaktır.

- Pamuğun gerçek değerini bulacağı istikrarlı bir piyasanın kurulması gerekmektedir. Bu, Sanayici, İhracatçı ve Spekülatörlerin piyasada birlikte yer almasına, pamukta ithalat ve ihracat serbestisinin devamına bağıdır. Ayrıca ithalat ve ihracatta Destekleme ve Fiyat İstikrar Fonu sistemine yer vermeyen modelin süreklilik kazanmasına bağı bulunmaktadır. Ayrıca pamukta peşin satışların yanısıra vadeli

¹²¹ OLALI, Ön. Ver. s. 18.

işlemlerin gelişmesine olanak verecek düzenlemelere ve bu şekilde Liverpool, Bremen gibi dünyanın başlıca pamuk borsaları ile bütünleşmesine bağlı olmaktadır. Bu şartlar karşılıklı etki ve tepki içinde pamuk vadeli işlemler borsasının kurulmasını öngörmektedir¹²².

D. PAMUK DESTEKLEME POLİTİKALARI

Pamukta Destekleme Politikası, fiyat yoluyla destekleme ve girdi sübvansiyonu yoluyla desteklemeyi kapsamaktadır.

Fiyat yoluyla destekleme; destekleme alımları ve garanti fiyatlarıyla alımlar şeklinde uygulanmaktadır. Destekleme alımlarında Devlet veya Devlet adına görevlendirilen Tarım Satış Kooperatifleri alıcı sıfatıyla piyasaya girerek talebi yükseltmektedir. Burada destekleme geçici veya sürekli olabilmektedir.

Garanti fiyatıyla alımlar Devletin veya görevli kurumun, üreticinin arzedeceği pamuğu tespit edilen garanti fiyatla olmasıdır. Üretici bu fiyatı yetersiz bulduğunda ve serbest piyasa fiyatı garanti fiyatların üstünde oluştuğunda pamuğu serbest piyasada pazarlamayı tercih etmektedir. Burada destekleme süreklilik arz etmektedir.

Girdi sübvansiyonu yoluyla destekleme modelinde pamuk üreticisi, fiyat dışı yollarla desteklenmektedir.

Aslında pamuk piyasasına müdahale edilmemesini gerektiren nedenler vardır. Bunlar¹²³;

¹²² OLALI, Ön. Ver. s. 30.

¹²³ "Ticaret Borsaları ve Vadeli İşlem Piyasaları", Ön. Ver., s. 60.

- Pamuk piyasasında, ekonominin kendi kurallarının işlemesine imkan sağlandığı ölçüde, pamukla ilgili taraflar ekonomik tercihlerini zamanında en uygun şartlarda kullanmak fırsatını etmektedir. Böylece pamukta tarafların ve ekonominin yararına optimum dengeler kurulmaktadır.

Bundan başka pamuk uluslararası bir maldır. Uluslararası bir malın piyasasında fiyatın en alt ve en üst sınırları bulunmaktadır. Fiyatın en alt sınırı pamuk üretimini durduran fiyat olmaktadır. En üst sınırı da tüketimi sınırlayan noktadır. Fiyat bu iki sınır arasında dünya arz ve talep şartlarına bağlı olarak değişmektedir. Bu bakımdan, piyasanın yönlendirici faktörleri bu sınırlar içinde dünya arz ve talep şartlarına bağlı olarak değişmektedir. Piyasanın yönlendirici faktörleri bu sınırlar içinde dünya arz ve talep şartlarına bağlı olduğundan Türk pamuk piyasasına ihracat veya ithalat bakımından getirilecek müdahaleler veya ithalat bakımından getirilecek müdahaleler piyasa nizamını bozarak üretici aleyhine sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Bunun içinde¹²⁴;

- Pamuk politikasında ihracat ve ithalattaki serbesti devam etmelidir. İhracat kapısının açık olması üreticinin sadece iç sanayi ile muhatap olmasını önleyerek, ürünün dünya piyasasında günün fiyatları ile değerlendirilmesini sağlamaktadır. İthalat kapısının açık olması da, ülkede arz talep dengesi, talep aleyhine bozulduğunda, ithalat yoluyla, pamukta aşırı fiyat artışlarını frenlemektedir.

Pamukta fon sistemine gidilmemelidir. Geçmişte 10 yıllık bir dönemde uygulanan Destekleme ve Fiyat İstikrar Fonu Primi sayısız sakıncalar ortaya çıkarmıştır. Sözgelimi, iç ve dış fiyatlar arasındaki

¹²⁴ OLALI, Ön. Ver., s. 29.

dengeyi bozmuş, pamuğun ihracat imkanlarını zorlaştırmıştır¹²⁵. Bu arada 1994/1995 kampanyasından bir önceki yıl 291 bin ton dolayında olan Çukurova ve Güneydoğu Bölgesi kütlü tescil toplamının, prim sistemi uygulanması sonucu ekonominin kendiliğinden kayda bağlanmasıyla 867 bin tonlara ulaştığı görülmektedir. 1994/1995 sezonunda prim sisteminin kalkmasıyla borsalarda tescile bağlanan pamuk miktarı 413 bin tona düşmüştür¹²⁶. Burada bahsedilen prim sistemi, fon sistemine alternatif bir sistemdir. Üreticinin direkt olarak desteklenmesi amacıyla üreticiye teşvik için doğrudan bir ödeme olan prim sistemi, kayıt dışı ekonominin kayda alınması açısından büyük önem taşımaktadır. Bu sistem, kayıt dışı tüm üretimin ticari yaşama geçirilmesi aşamasında belgelendirilmesini sağlamaktadır. Hammadde, nihai ürün durumuna gelinceye kadar geçirdiği süreç içerisinde kayıtlandırılmaktadır. Ticari ve sanayi hareketinin vergilendirilmesini öngören prim sisteminden en büyük yararı devlet görmektedir¹²⁷. 1994 yılında yeniden uygulamaya konulan ve eğer kaldırılmazsa fiyatlarından düşeceğinden ve üreticiye pamuk ektirilemeyeceğinden korkulan ihracat üzerinden 60 cent'lik Destekleme Fiyat İstikrar Fonu 10 Kasım 1995'de Resmi Gazete'de yayımlanan karara göre 20 cent'e düşürülmüştür. Bu karar bir gelişme olarak yorumlanmış asıl hedefe 3 Aralık 1995 tarihinde 20 cent'lik fonun kaldırılmasıyla ulaşılmıştır.

E. PAMUK ÜRÜNÜ DESTEKLEME POLİTİKALARI İLE PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN İLGİLENDİRİLMESİ

Pamuk vadeli işlemler borsası; herşeyden önce pamukta Devlet müdahalelerinden ve destekleme politikalarından arındırılmış bir

¹²⁵ "Pamukta Fon Sistemi", **Dünya**, 19 Ağustos 1995, s. 8.

¹²⁶ "Pamukta Prim Sistemi", **Dünya**, 6 Temmuz 1995, s. 14.

¹²⁷ "Pamukta Sorunlar", **Dünya**, 19 Temmuz 1995, s. 14.

serbest piyasa düzenini gerektirmektedir. Ancak, ne gelişmiş ne de gelişmekte olan ülkelerde bir tarım ürünü olarak gelişmekte olan ülkelerde bir tarım ürünü olarak pamuk üreticisini koruyacak politikaları kaldırmak mümkün değildir. Şu halde pamuk vadeli işlemler borsası için gerekli olan tam bir serbest piyasası düzeninin kurulmasına imkan verecek şekilde destekleme politikaları yerine üretici malının gerçek değerle pazarlamasını sağlayacak yeni mekanizmalara ihtiyaç bulunmaktadır. Bunun için, üreticinin üretim döneminde pamuğunu çok kısa dönemde piyasaya arz edecek arz-talep dengesini bozacak ve fiyatların kendi aleyhine oluşmasına neden olan davranışı yerine, geniş, zaman dilimleri içinde; ürününü futures kontratlarla pazarlamak isteyen üreticiye, ürününü döviz bazında satmak olanağının verilmesi, böylece üretici malının değerlendirilmesinde enflasyona ve döviz kurlarındaki değişikliklere uyumunu sağlanması gerekmektedir.

Pamuk üreticisi halen Gelir Vergisi Kanunu'na göre %4 oranında tarım ürünü stopajı ödemek, Vergi Usul Kanunu uyarınca da bu stopajı alıcı firmanın satıcının ürün bedelinden keserek mali idarelere veya Borsaya bu stopajın teminatı olarak yatırması sonra da Borsa tescili ile alım-satıma hukuki bir nitelik kazandırılması zorunluluğu bulunmaktadır.

Futures Borsası sisteminde böyle bir mekanizmanın işletilmesi ise bu tür borsalardan beklenen işlem hızının gerçekleşmesine olanak vermemektedir. Bu nedenle bu borsalarda işlem yapacak veya ajanlar vasıtasıyla işlemlere katılacak olan üreticinin kontratla pamuk satışı bir ön akit olarak kabul edilmeli, zirai vergi stopajı alınmadan futures borsası tarafından tescil edilmeli, zirai stopaj vergisi, üreticinin ürünün, kontrat şartlarına göre nihai likidasyonunda son alıcı

durumunda olan tarafça, malını teslim edecek üreticiden kesilerek ilgili vergi dairesine veya borsaya yatırılmalıdır.

Şüphesiz, Pamuk Vadeli İşlem Borsası kurulduğunda Tarım Satış Kooperatiflerin devlet güdümlü kurumlar olarak borsa'ya müdahalesine engel olunmalı ancak bu kuruluşlara fon tahsis edilerek bu fonun kullanımı denetlenmelidir.

Ayrıca pamukta üretim sonrasında fiyata siyasal amaçlı müdahaleler yerine, üretim aşamasında girdi kullanımı safhasında, fiyat dışı sübvansiyona dayanan politikalar, gerek üretimin artırılması, gerek dünya şartlarına uyum bakımından maliyetleri düşürücü ve serbest rekabet şartlarına uyum sağlayıcı politikalar izlenerek bir pamuk futures işlem borsasının çalışmasına olanak sağlanabilir¹²⁸.

III. PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN İZMİR İLİNDE KURULMASININ GEREKÇELERİ

Pamuk Vadeli İşlem Borsası konusunda hazırlanan değişik raporlarda İzmir ve İzmir Ticaret Borsası'nın Pamuk Vadeli İşlem Borsası için ideal bir yer olduğu ısrarla vurgulanmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanlar ve İzmir Meslek Kuruluşları tarafından hazırlanan raporlar, Dünya Bankası'nın çalışmaları, İzmir Ticaret Borsası teknik kurulunca hazırlanan ekonomik raporlar, Vadeli İşlem Borsası'nın İzmir'de kurulması ile ilgili gerekçeleri ayrıntıları ile ortaya koymaktadır. Bu gerekçeler İzmir ili ve İzmir Ticaret Borsası açısından ayrı ayrı incelenmektedir¹²⁹.

¹²⁸ OLALI, Ön. Ver., s. 34.

¹²⁹ OLALI, Ön. Ver., s. 51.

A. PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI İÇİN İZMİR İLİNİN VAR OLAN POTANSİYELİ

Vadeli işlem borsalarının kuruluş yeri seçimini belirleyen önemli faktörlerden biri de kuruluş yerinin sahip olduğu ekonomik, finansal, sosyal ve sosyo-kültürel yapı ve potansiyeldir. Bu faktörleri ayrı başlıklar altında incelemek faydalı olabilir.

1. Nüfus Yapısı

1990 yılında yapılan son nüfus sayımı sonuçlarına göre Türkiye nüfusu 56 milyon 473 bin, İzmir il nüfusu 2 milyo 694 bindir. İl merkez nüfusu 1 milyon 757 bindir. İl nüfusunun 2 milyon 134 bini (%79.2) şehirli, 560 bini (%20.8) kırsal nüfustur. Nüfus yoğunluğu bakımından Türkiye ortalaması 73, İzmir ortalaması 225 kişidir.

Yıllık nüfus artış hızı Türkiye genelinde %2.7, İzmir ilinde %3.01'dir¹³⁰.

Genç, dinamik bir nüfus yapısı ekonomik faaliyetlerin etkinliğini ve verimliliğini arttırmaktadır.

2. Ekonomik Yapı

- Türkiye'de yaratılan Katma Değer'de (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla) yıllara göre oranı değişmekle beraber, İzmir'in payı ortalama, %8.9'dur. İmalat sanayii Katma değerdeki payı Türkiye için %31.9, İzmir için %37.1'dir.

¹³⁰ OLALI, Ön. Ver., s. 50.

Görülüyor ki İzmir, Türkiye GSYİH'da önemli bir paya sahiptir. İzmir Türkiye'nin ikinci önemli metropoliten merkezi olarak sanayileşme sürecine giren Ege Bölgesi'nin en büyük ve ekonomik faaliyetlerin en yoğun olduğu şehir olmaktadır.

- İzmir, Türkiye toplam imalat sanayii üretiminin %11'ini, Katma değerinin %12'sini, yatırımların da %24'ini oluşturmaktadır.

Bu veriler İzmir imalat sanayiinin Türkiye toplam imalat sanayiindeki payının yüksek olduğunu, yatırımların %24 paya sahip olmasında, İzmir'de yatırım için önemli bir potansiyel ve sermaye birikiminin varlığını kanıtlamaktadır¹³¹.

- Tarımın yapısı açısından da İzmir şanslı bir ilimizdir. Akdeniz ikliminin etkisi altında olan İzmir'de bol ve eşitli tarım ürünleri yetiştirilebilmektedir. Bu ürünler içinde tütün ve pamuk başı çekmektedir.

- Sanayi yapısı bakımından İzmir, Marmara Bölgesinden sonra Türkiye sanayiinin en yoğun olduğu bölgedir. Nesilden nesile geçen tecrübe ve bilgi birikimi, uluslararası fuar, Tark Sanayiinin dışa açılmasında İzmir'in önemli bir rol oynamasını sağlamaktadır. Tekstil, içki, sigara, et, süt sanayiileri İzmir'in sanayii yapısında ilk sırayı almaktadır.

- Dış ticaret yapısı bakımından İzmir, önemli bir ithalat ve ihracat limanı olma özelliğini sürdürmektedir.

¹³¹ Temel Ekonomik Göstergeler, **DPT Yayınları**, Ankara, (Kasım-1991), s. 87.

Ülkemizin yıllık toplam ihracatının %19'u İzmir ilinden yapılmaktadır. İhracatın %39.4'ünü tarım ürünleri, %59.7'sini sanayi ürünleri, %9'unu madencilik ürünleri oluşturmaktadır¹³².

İzmir, Türkiye Ekonomisinin dünya ekonomisi ile bütünleşmesini sağlayacak bir köprü rolü oynamaktadır.

- Dünya'da özel sektörün kurduğu ilk serbest bölge ve ülkemizin ilk üretim serbest bölgesi olma özellikleriyle Ege Serbest Bölgesi son derece büyük önem taşımaktadır. Serbest Bölgenin hedef pazarları Türkiye, Almanya, İngiltere, İsviçre, ABD, Kanada, Japonya, Kore, Tayvan olup, yurt dışında çok uluslu ve orta ölçekli firmalar, serbest bölgenin müşteri profilini oluşturmaktadır. 2.200.000 m²'lik serbest bölgede öngörülen endüstri dalları arasında elektronik,optik, tekstil, banka ve sigortacılık başta yer almaktadır. Yapılan ciddi çalışmalar, dış ülkelerdeki tanıtma faaliyetleri, reklam süreci, seminerler, bölgeye olan dış ilgiyi artırmakta, önümüzdeki yıllarda İzmir'in bir finans merkezi olarak da, pamuk vadeli işlem borsasına iç ve dış spekülâtör grupları çekebilecek bir faktör olması beklenmektedir. Sağlanan teşvikler, yönetici kadrolar, gelişen potansiyel hem bu bölgenin, hem de pamuk vadeli işlem borsasının başarı şansını arttırmaktadır.

- İç ticaret açısından da İzmir önemli bir merkezdir. Her türlü sanayii ürünlerinin pazarlanması, dağıtımı İzmir'den yapılmaktadır.

- İzmir, karayolu, demiryolu, denizyolu ve havayolu ile Türkiye'nin bütün bölgelerine, Avrupa'nın başlıca ekonomik ve mali merkezlerine, Amerika, Ortadoğu ve Uzakdoğu ülkeleri ile doğrudan bağlantılı olan ulaşım ağına sahiptir.

¹³² İzmir İlinin Türkiye Ekonomisindeki Yeri, **DPT Yayınları**, Ankara, (Nisan-1991), s.21.

- İzmir'de;

(1) Sanayi Odası (EBSO)

(2) Ticaret Borsası

(7) Ticaret Odası

(19) Ziraat Odası

(1) Ege İhracatçı Birlikleri: (Bünyesinde 11 birlik toplanmış olup üç tanesi; İzmir Pamuk İhracatçıları Birliği, İzmir Hazır Giyim ve Konfeksiyonu İhracatçı Birliği, İzmir İplik ve Ham bez ve Mensucat İhracatçı Birliği olarak pamuğa dayalıdır.)

(98) Tarım ve Kredi Kooperatifleri

(12) Pamuk Tarım Satış Kooperatifi

(1) Pamuk Tarım Satış Kooperatifleri Birliği,

bu birliğe bağlı 54 pamuk satış kooperatifi vardır.

3. Finansal Potansiyel

Türkiye'nin ilk mal borsasının İzmir'de açılması ve kuruluşundan 1924 yılına kadar aynı zamanda bir kıymetli maden ve menkul kıymet borsası olarak faaliyet göstermesi, İzmir kentinin finansman gücünü ortaya koymak bakımından ilgi çekici olmaktadır.

Halen Kamu sektörüne ait ve özel kanunlarla kurulmuş 193 banka şubesi, özel sermayeli 300, yabancı sermayeli 15 banka şubesi İzmir'de faaliyetini sürdürmektedir.

4. Sosyal Potansiyel

Doktor başına düşen nüfus Türkiye genelinde 1183 iken, İzmir'de 580'dir. Yine okuma yazma oranında %99.9'dur¹³³.

¹³³ OLALI, Hasan, Ön. Ver., s. 82.

IV. İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN KURULMASINA YÖNELİK YASAL DÜZENLEMELER

Pamuk Vadeli İşlem Borsası değişik kamu otoritelerini yakından ilgilendiren çok yönlü bir konudur. Hükümet, Sermaye Piyasası Kurulu, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası ve Kamu Meslek Kuruluşları bu otoritelerin başlıcalarını oluşturmaktadır.

Vadeli İşlem Borsalarının kurulması 1989 yılında tarımsal destekleme politikası yeniden gözden geçirilirken gündeme gelmiştir. 18 Ocak 1992 tarihinde ilan edilen "Ekonomik Dengeleme Üretim ve Atılım Paketi"nde Vadeli İşlem Borsaları konusu "Vadeli ve Opsiyonlu Borsalar" adıyla yer almıştır. Bu pakette Vadeli İşlem Borsalarından beklenen faydalar zaman bakımından risk ve maliyeti dengelemek ve Türk finans sistemini geliştirerek dünya finans sistemi ile bütünleşmesini sağlamak olarak belirlenmiştir.

1995 yılının Vadeli İşlem Borsaları'nın kurulması konusunda savaflara neden olan bir yıl olmuştur. Vadeli İşlem Borsaları'nın fonksiyonlarından ziyade kurulacak Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nın yönetiminde Sermaye Piyasası Kurulu'nun mu yoksa İzmir Ticaret Borsası'nın mı yetkili olacağı tartışılmaktadır.

1991 yılından itibaren Sermaye Piyasası Kurulu ve İzmir Ticaret Borsası Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nın kurulması için birlikte çalışmışlar ancak 27.06.1995 tarihinde 22326 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 557 sayılı kanun hükmünde kararname ile 5590 sayılı Odalar ve Borsalar Kanun'unda değişiklik yapılmış ve Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nın kurulması yetkisi İzmir Ticaret Borsası'ndan alınmış ve aynı tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan 558 sayılı Kanun

Hükmünde Kararname ile Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklik yapılarak Vadeli İşlem ve Opsiyon konusunda işlem yapan borsalar dahil, bütün bu tür piyasaların oluşturulması ve mevcut borsalarda bu piyasaların oluşturulması için direkt Sermaye Piyasası Kurulu yetkilendirilmiştir. 23 Temmuz 1995 tarihli 22332 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsaları'nın Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik ile 558 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'nin getirdiği düzenlemeler belirtilmiştir. Yine 7 Eylül 1995 tarihli 22397 sayılı Resmi Gazete'de Yayımlanan İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği ile bu borsanın çalışma esasları düzenlenmiştir. Bu durum İzmir Ticaret Borsası tarafından itirazlara neden olmuştur. Bu itirazlar neticesinde 29.09.1995 tarihli Resmi Gazete'de 22419 sayılı Tertip 5 ve Cilt 34 numaralı iptal kararı ile Anayasa Mahkemesi 557 ve 558 sayılı Kanun Hükmü'nde Kararnameleri iptal edilmiştir.

557 sayılı ve 558 sayılı Kanun Hükmünde Kararnameler kaldırılınca taraflar bir anlamda zorunlu olarak karşı karşıya gelmişlerdir ve İzmir Ticaret Borsası Başkanı Hasan Özmen ve Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Ali İhsan Karacan konuyu kendi aralarında görüşerek bir sonuca varmışlardır. Buna göre İzmir Ticaret Borsası, İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nı yönetecek, Sermaye Piyasası Kurulu ise denetim görevini üstlenecektir. Bunun içinde Sermaye Piyasası Kurulu ve İzmir Ticaret Borsası'ndan 2'şer üye, Ticaret Bakanlığı'ndan bir üyenin katılımı ile beş kişilik bir Danışma Kurulu oluşturulmuştur. Kurul öncelikle mevzuat ve denetimle ilgili konuları incelemektedir. Ancak kaldırılmış olan 557 ve 558 sayılı Kanun Hükmünde Kararnameler yerine İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nın kurulmasıyla ilgili yeni bir mevzuat çıkarılmamıştır. Bu eksikliğin bir an önce giderilmesi gerekmektedir.

Beşinci Bölüm

İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASININ İŞLEYİŞİ İLE İLGİLİ DEĞERLENDİRME

I. İZMİR TİCARET BORSASININ İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NA SAĞLADIĞI AVANTAJ VE OLANAKLAR

1926 yılına kadar İzmir Ticaret Borsası çalışmalarını iki ayrı binada sürdürmüştü ancak bunun zorluğu anlaşıldıktan sonra bugün de borsacılık hizmeti veren Borsa Sarayı 1928 yılında hizmete açılmıştır. Dönemin borsa başkanı Filibeli Ferit Bey'in yaptırdığı Borsa Sarayı Alsancak Gazi Bulvarı'nda görülmeye değer binalardan birisidir. Klasik mimarinin son örneği olan bu bina tamamiyle borsacılık hizmetiyle inşa edilmenin ayrıcalığını göstermektedir.

İzmir Ticaret Borsası'nın yüzyıllık geçmişinde oturmuş bir düzeni ve borsa geleneği mevcuttur. 1895 tarihli Borsa tüzüğünde, uygun görülen kişilerin "Fahri Üye" kaydıyla Borsa'ya alınabileceği hükmü yer almıştır. Bu kararın, tam 55 yıl sonra, yani 1950 yılında yürürlüğe giren 5590 sayılı kanunda da yer alması geleceği görmek açısından önemli bir gösterge olurken, "sözlü akıtlere vefa" prensibi, 1895 tarihli tüzüğün 26.

maddesinde yer alırken bugün de aynı şekilde önem taşımaktadır. Vadeli işlem piyasalarının kurulmasında borsa geleneği konusu çok önemlidir. Bu gelenek dürüstlük üzerine kurulmuştur. Bu ölçekte İzmir Ticaret Borsası kurulduğu yıldan 1950 yılına kadar yaklaşık 60 yıl kendi örf ve adetleriyle yürümüştür.

İzmir'de varolan piyasa Gaziantep'ten Edirne'ye, Trabzon'dan ülkenin birçok köşesine kadar ülkemize hizmet vermektedir. Dolayısıyla aracılar sayesinde onlar bu piyasadan faydalanabilmektedir. Ancak bu yüzden spot piyasasını lokal İzmir piyasası olarak görmemek gerekmektedir.

İzmir Ticaret Borsası 1891 yılından bu yana hizmet veren müstesna bir hizmet geçmişine, güvenilirliğine sahip bir borsadır. Tarımsal ürünlerin ticaretiyle uğraşan kayıtlı tacirlerin seçtiği yönetim kurulu tarafından yönetilmektedir.

İzmir Ticaret Borsası'nın, kurulması için çalışmalar süren İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'na sağladığı avantajlardan bahsederken bu borsanın tanıtılmasına çalışılacaktır. Kurulacak olan Vadeli İşlem Borsa'sına ait hukuki mevzuat henüz hazırlanma aşamasındadır. Yatırımbank tarafından seçilen 7 kişilik Dokuz Eylül Üniversitesi İngilizce İşletme Bölümünden mezun gencin yürüttüğü çalışmalar henüz tamamlanmadığından ve dolayısıyla resmileşmediğinden dolayı İzmir Ticaret Borsası Yönetim Kurulu bu danışman grubun çalışmalarının gizli tutulmasını istemiştir. İzmir Ticaret Borsası'na yaptığımız ziyarette bu grupla görüşülmüş ancak kesin bilgilere ulaşamamıştır. Bu yüzden İzmir Ticaret Borsası'nın özellikleri dikkate alınarak kurulacak vadeli işlem piyasasının işleyişi hakkında İzmir

Ticaret Borsası'ndan aldığımız sözlü bilgiler ve vadeli işlem piyasalarının işleyişine ilişkin görüş ve önerilerimiz bu bölümde yer alacaktır.

1. Fiziki Donatım

İzmir Ticaret Borsası, fiziki donatımı ve muamele hacmi bakımından Türkiye'nin en büyük borsası olup, bu özelliğini devamlı olarak korumuştur. İzmir Ticaret Borsası'nın yıllık muamele değeri halen Türkiye'de mevcut 86 ticaret borsasının yıllık muamele değerinin yaklaşık %14'ünü oluşturmaktadır (Tablo V.1).

Tablo V-1: Türkiye Ticaret Borsaları ve İzmir Ticaret Borsası Yıllık Toplam İşlem Değeri

Yıllar	Türkiye Ticaret Borsaları Muamele Değeri	İzmir Ticaret Borsası Muamele Değeri	İzmir Ticaret Borsasının Payı (%)
1981	252	39	15.47
1982	453	59	13.02
1983	732	92	12.56
1984	1.153	134	11.62
1985	1.477	168	11.37
1986	2.147	259	12.06
1987	3.308	428	12.93
1988	5.329	737	13.82
1989	9.302	1.456	15.65
1990	18.746	2.002	11.67
1991	35.181	4.438	12.64
1992	-	6.613	-
1993	-	12.998	-
1994	-	37.102	-
1995	-	-	-

Kaynak: Borsa Bülteni, İzmir Ticaret Borsası Yayınları, Yayın No: 56, 1994.

2. Pamuk İhtisas Borsası Özelliği

İzmir Ticaret Borsası, işlem hacminde pamuğun ağırlıklı olduğu bir pamuk ihtisas borsası özelliği tanımındadır. Pamuk, borsanın yıllık işlem hacminde %53'lük bir pay tutmaktadır (Tablo V-2).

Tablo V-2: İzmir Ticaret Borsası'nda İşlem Gören Pamuk Miktar ve Kıymetleri

Yıllar	Miktar (Ton)	Kıymet (1.000 TL)
1981	109.445	20.399.474
1982	127.625	26.429.130
1983	138.417	46.438.027
1984	104.282	54.027.351
1985	117.584	64.145.157
1986	152.002	124.077.795
1987	138.778	211.472.729
1988	192.178	371.385.883
1989	204.268	738.356.092
1990	193.946	1.060.015.186
1991	125.257	1.717.263.416
1992	197.745	2.160.993.683
1993	404.123	5.745.807.000
1994	385.552	17.617.333.521
1995	-	-

3. Standart Ürün

İzmir Ticaret Borsası'nda işlem gören pamuk Ege standart pamuğudur. Bu pamuk dünyanın en kaliteli pamuk türlerinden biri olup Türkiye'nin de en kaliteli pamuğudur. Ege standart pamuğu, kalitesi belli olan pamuğa dayalı bir pamuk vadeli işlem borsası için standardı belli bir ürünü ifade etmektedir (Tablo V-3).

Tablo V-3: 1994 Yılında İzmir Ticaret Borsası'nda İşlem Gören Pamuk Türlerinin Miktar ve Kıymetleri

Pamuk Türü	Miktar (Ton)	Kıymet (1.000 TL)
Mahlıç Pamuk Toplamı	267.662	13.961.639.994
Hafif Benekli Toplamı	37.095	1.689.291.395
Beyaz Standart Toplamı	200.442	10.921.266.207
Beyaz Mıntıka Eks. Toplamı	11.525	713.687.223
Çiğitli Pamuk Toplamı	90.223	2.495.417.032

4. İşlem Tipleri

İzmir Ticaret Borsası'nda pamuk üzerindeki işlem tipleri Pamuk Vadeli İşlem Borsası için de bir baz oluşturabilir. Peşin işlemler, kredili işlemler ve özel şartlı işlemler bir tarafa bırakıldığında, vadeli işlemler avanslı ve avanssız işlemler ve alivre işlemler şeklinde yapılmaktadır.

Spot piyasada yapılan vadeli işlemler, vadeli işlem borsalarındaki işlemlerle karıştırılmamalıdır. Türk Borsalar mevzuatına göre spot piyasada vadeli işlemler; malın teslim ve tesellümü ile bedelin ödenmesini kontratın yapıldığı tarihten belirli bir süre sonraya bırakan alım-satımlardır. Bu işlemlerde mal teslim edilip mal bedeli ileri bir tarihte ya da üretimde teslim edilmektedir. Bu işlemlerde taraflar kontratlarını teminata bağlamak zorundadır. Ancak teminatsız anlaşmalarda da geçerlidir.

Bu teminat; malın satış günündeki piyasasına göre, bedelin alıcı ve satıcıdan %10'ar oranında ayrı ayrı para olarak alınmaktadır. Bu uygulamanın, yalnız alivre işlemler için uygulanması gerekmektedir.

Çünkü mal günü geldiğinde teslim edilemez veya alıcı malı teslim almak istemezse, her iki şekilde, teslim günü fiyatından dolayı uğranılacak fiyat farkı zararı bu teminatlardan karşılanmaktadır. Teminatı teşkil edecek paranın yerine tahvil ve banka mektupları da tutabilmektedir. Avanslı vadeli işlemler ise, kontratın yapıldığı tarihte bedelin bir kısmının veya tamamının peşin ödenmesini, malın ise belirli bir süre sonra teslimini gerektiren işlemlerdir. Avanslı işlemler verilen avansın oranına göre adlandırılmaktadır. %10 avanslı, %60 avanslı gibi. Avansın sözkonusu olmadığı işlemler ise avanssız vadeli işlemler olarak adlandırılmaktadır.

Alivre işlemlerde 1991 yılında teminat zorunluluğu da kaldırılmış, karar taraflara bırakılmıştır. Bu işlemler Borçlar Kanunu'na dayandırılmıştır.

İzmir Ticaret Borsası'ndaki vadeli işlemler bu özellikleri ile vadeli işlem borsalarındaki forward işlemlere benzerler. Çünkü forward işlemler;

- Tarafların tespit ettikleri tarihlerde fiili teslimatı gerektirir.
- Devredilemez.
- Teminat gerekli değildir.
- Taraflar birbirini tanımaktadır.

Tablo V-4: 1994 Yılı İzmir Ticaret Borsası Beyaz Standart-1 Pamuğu İşlem Türleri-Miktarları-Kıymetleri

	İşlem (Adet)	Miktar (Kilo)	Kıymet (1.000 TL)	Satış Şekli
Beyaz STD-1	1318	28.390.587	1.731.451.927	Gün fiyatına uymayan
Beyaz STD-1	3684	85.576.198	4.451.967.659	Hususi şartlı
Beyaz STD-1	354	11.016.656	707.095.254	Tüccar Hususi Şartlı
Beyaz STD-1	517	32.544.215	1.566.630.727	Geç Teslim
Beyaz STD-1	377	6.853.511	396.058.121	Sembolik Satış
Beyaz STD-1	2	388	122.220	Vadeli Satış
Beyaz STD-1 (3 ay)	28	1.067.719	89.315.092	Vadeli Satış
Beyaz STD-1 (6 ay)	1	28.905	861.947	Vadeli Satış
Beyaz STD-1 (2 ay)	88	3.186.971	217.147.057	Vadeli Satış
Beyaz STD-1 (1 ay)	156	5.856.797	360.631.079	Vadeli Satış
Beyaz STD-1 (2.5 ay)	2	42.845	1.182.522	Vadeli Satış
Beyaz STD-1 (4 ay)	12	727.549	52.382.458	Vadeli Satış
Beyaz STD-1 (1.5 ay)	46	1.443.113	98.977.293	Vadeli Satış
Beyaz STD-1 (3.5 ay)	1	28.700	1.288.121	Vadeli Satış
Beyaz STD-1 (2.5 ay)	15	600.366	51.491.787	Vadeli Satış
Beyaz STD-1 (3.5 ay)	11	394.079	38.242.625	Vadeli Satış
Beyaz STD-1 (8 ay)	1	134.480	6.923.031	Vadeli Satış

Tablo V-4'de görüldüğü gibi Beyaz Standart-1 pamuğu üzerinde spot piyasada yapılan işlemlerin 321 adedi vadeli işlem olarak gerçekleşmiştir.

5. Korbey ve Open Outcry Sistemi

İzmir Ticaret Borsası'nın işleyişi içinde en ilgi çeken, kuşkusuz korbey sistemidir. 120 kişinin oturarak yüksek sesle alım-satım yaptığı korbeyde işlemler, hafta içi hergün 12.20 ile 12.30 arasında 10 dakikalık zaman dilimi içinde gerçekleştirilmektedir. Korbey'de lif pamuk ve bu

bütün tipleri işlem görmektedir. Taraflar arasında bir anlaşma sağlanıp alıcı ve satıcının ismi ile malın tipi, menşei, fiyatı, miktarı ve ödeme şekli görevlilerce korbey defterine işlendiği an akit sağlanmış olmaktadır. Bu alım-satım ancak mal akitteki tipe uymazsa yerine getirilemez. Borsa tarafından başka hiçbir mazeret kabul edilemez. Alım-satım hukuken yapılmış sayılarak yerine getirilmesi sağlanmaktadır.

Zamanın kısa oluşu, konuşmaların öz ve kesin olması gereğini beraberinde getirmiştir. Latince oval sepet anlamına gelen korbey 7 metre çapında ve yukarıya doğru genişleyen yuvarlak bir anfidir. İzmir Ticaret Borsası korbeyi, yılın 12 ayında faal hizmet vermektedir.

Korbey sistemi pamuk dışında yavaş yavaş diğer tarım ürünlerine de uygulanmaya başlamaktadır.

6. Borsa'da İşlem Yapanlar

İzmir Ticaret Borsası'nda;

- Kendi adına başkası hesabına alım-satım yapan Borsa Komisyoncuları,
- Borsa muamelelerine sadece aracılık yapan aracı müesseseler,
- Müşteri adına ve hesabına vekaletname ile vekil sıfatıyla alım-satım yapan borsa pamuk ajanları bulunmaktadır.

Borsa ajanları, İzmir Ticaret Borsası'nın temel unsurlarından birisidir. Ajanların kişiliği, piyasa içindeki çalışma kapasiteleri, özellikleri de borsalara güç kazandırmakta, maddenin değer fiyatı bulması en iyi şartlarla akdin sağlanması ajanlar sayesinde mümkün olmaktadır.

Fonksiyonları bu derece önemli olan borsa ajanı sıfatını kazanmak ağır bazı şartlara bağlanmıştır.

İzmir Ticaret Borsası'nda aracı kurumların varlığı Pamuk Vadeli İşlemler Borsası için bilgi, tecrübe, dürüstlük, müşteri menfaatlerinin korunması için önem taşımaktadır. ayrıca kendilerine ulaştırılacak al-sat emirlerini dürüstlikle yerine getiren kişiler olarak yararlanılacak kurumlar özelliği taşımaktadır.

7. Fiyat Değişkenliği ve Spekülatörler

Pamuk vadeli işlem borsalarının temel fonksiyonu farklı zaman dönemlerinde pamuk arz ve talebindeki dengesizlikleri önlemek ve dönemler arası sert fiyat değişikliklerini kısmen frenlemektir. Bununla beraber pamuk vadeli işlem piyasasının varlığı öncelikle pamukta fiyat değişikliklerine ve bu değişikliklerden risk yükleyerek menfaat bekleyen spekülatörlerin pamuk vadeli işlem borsasına ilgi göstermelerine bağlıdır. Şu halde bu piyasalarda fiziki mal değil, pamuk fiyatlarındaki değişkenlik esas unsurdur.

İzmir Ticaret Borsası'nda aylar itibariyle pamuk fiyatları incelendiğinde, bir değişkenliğin varlığı gözlenmektedir (Tablo V-5).

Tablo V-5: İzmir Ticaret Borsası Beyaz Standart-1 Pamuk Fiyat Dağılımı

Tarih	Fiyatı (TL) KDV'siz
03.11.1995	98.591
06.11.1995	98.664
07.11.1995	98.180
08.11.1995	98.374
09.11.1995	98.357
10.11.1995	96.807
13.11.1995	96.711
14.11.1995	96.636
15.11.1995	96.575
16.11.1995	99.000
17.11.1995	96.861
20.11.1995	97.003
21.11.1995	96.274
22.11.1995	95.401
23.11.1995	96.312

Yine Dünya'nın en büyük pamuk vadeli işlem borsalarından Liverpool ve İzmir Ticaret Borsası'nda da aynı tip pamuklar için düzenlenen karşılaştırmalı tablo incelenmelidir (Tablo V-6).

Aşağıda Tablo V-6'da görüldüğü gibi 1995 yılı Ocak ayında standart-1 pamuğunun kilogram fiyatının değişken yapısı gözlenmekte ve Liverpool Borsası'nın aynı tarihlerde A indeksine benzer tepkiler verdiği gözlenmektedir. Standart-1 pamuğunun bu fiyat yapısı spekülâtorlerin borsaya gelmesi için bir neden olacaktır.

Tablo V-6: 1994/95 Sezonunda Liverpool A Index ve Ege Standart-1 Pamuğun Fiyat Karşılaştırması

	Liverpool A Index (Cent/LB)	Liverpool A Index (TL/KG)	İzmir Ticaret Borsası STD-1 Pamuk (TL/KG)	1 ABD Doları	Borsa Muamele Hacmi (Ton)
Ağustos 94	76.94	53.626	-	31.681	6.783
Aralık 94	84.89	69.861	82.144	37.407	26.766
Ocak 95	94.78	83.648	105.067	40.116	24.806
Mart 95	110.48	101.223	113.191	41.646	24.628
Nisan 95	113.23	105.078	108.433	42.182	16.356
Mayıs 95	115.85	109.176	107.977	42.836	12.143
Haziran 95	90.83	86.079	106.343	43.077	16.307
Temmuz 95	87.61	85.477	98.475	44.348	17.037

II. İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN YAPISI VE İŞLEYİŞİ

A. HUKUKİ DÜZENLEME

1. Temel Çerçeve Yasası

İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nın ilgilendiren yönetmelikler 23 Temmuz ve 7 Eylül 1995 tarihlerinde çıkarılmıştır. Ancak, daha önce bahsettiğimiz karışıklıklar nedeniyle temel çerçeve yasası diyebileceğimiz bu düzenlemeler iptal edilmiştir. Seçim politikasının bitmesinin ardından yeni bir mevzuat gündeme gelecektir. Bu mevzuatla;

- Vadeli borsada işlem yapacakların lisans almaları ile ilgili kurallar düzenlenmelidir. Ayrıca aracı kurumların fonksiyonları çok açık ve net bir şekilde belirlenmelidir.
- İş ahlakı ile ilgili kurallar ve
- Müşteri ile ilişkileri düzenleyen kurallar belirlenmelidir.

- Müşteri haklarının korunması ile ilgili kurallar,
- Reklam ve pazarlama faaliyetlerini düzenleyen kurallar,
- Alım-satım işlemlerini belirleyen kurallar,
- Ürünlerin standartları ile ilgili kurallar,
- Alım-satım güvencesini sağlayacak kurumlar ve bu kurumların işleyişi ile ilgili kurallar,
- Tazminat kuralları,
- Performans kuralları, temel çerçeve yasasında belirlenmesi gereken kurallardır.

Bu kuralları taşıyan temel çerçeve yasası İzmir Ticaret Borsası'ndaki danışman kurulu tarafından hazırlanmaktadır. Bu çalışmada büyük Avrupa ve Amerikan borsalarının yönetmelikleri Türkçe'ye çevrilerek oradaki düzenlemelerden faydalanmak esas oluşturmaktadır. Ancak bu gruba borsanın hukuk müşavirinin de katılmaması bir eksiklik olarak görülmüştür.

2. Denetleyici Otorite

İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası kamu hizmeti görececek bir kurumdur. Bu nedenle kamu hizmeti gören diğer kurumlar gibi fonksiyonların gerektiği şekilde gerçekleştirilmesinden sorumlu olan ihtisaslaşmış bir organa bağlanması gerekmektedir.

İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nın kurulması aşamasında en çok tartışma çıkan konu bu olmuştur. Başlangıçta Sermaye Piyasası Kurulu'nun hem borsayı kurma yetkisini, hem de denetim yetkisini kendisinde toplamak istemiştir. Bu durumda kurul, hem hakim hem savcı pozisyonuna girmiş olacaktır. Şu anda yapılmasına karar verilen ancak mevzuatla desteklenmemiş, bizim de hemfikir olduğumuz

düşünce, SPK'nın borsadaki aracı kurumların denetimine yetkili olmasıdır. Ama pamukla ilgili konu gündeme geldiğinde İzmir Ticaret Borsası gündeme gelecektir. Doğaldır ki, pamuk borsasını vadeli işlem borsası olsa da pamukçular olmadan işletmek mümkün olmayacaktır.

3. Yardımcı Tamamlayıcı Faktörler

Vadeli işlemler bugün bir ticari endüstri düzeyine ulaşmıştır. Bu nedenle, pamuk vadeli işlem piyasasında danışmanları, analistleri, ürün yöneticilerini istihdam etme zorunluluğu vardır. Bu konularda İzmir Ticaret Borsası zaten alt yapısını oluşturmuş bir borsadır. Bu arada İzmir Meslek kuruluşları, İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nın kurulmasını gündemde tutmuşlar ve hazırladıkları raporlarla İzmir Ticaret Borsası'nın vadeli işlemlerin yapılması için en uygun yer olduğunu göstermeye çalışmışlardır. Bu meslek kuruluşları, üyelerin meslek haysiyetine uygun şekilde davranmalarını sağlayıcı önemli bir fonksiyon da göreceklerdir.

B. İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN YÖNETİM YAPISI

İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası, kâr amacı gütmeyen bir üyelik birliği olacağından temel eleman üyeler olacaktır.

1. Üyelik

İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'na yetki belgesi almış kurumlar üye olacaktır.

Üyelik, borsanın hacmine göre değişebilmekle birlikte 400.000 dolar civarında olabilecektir.

İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası her adayın ayrıntılı bir soruşturmasını yaparak, adayın kendi durumunu, finansal durumunu, karakterini inceledikten sonra parasal yükümlülüklerde yerine getirildikten sonra üyeliğe kabul edilecektir.

Borsa üyeleri, borsa işlemlerine ilişkin yıllık faaliyet sonuçlarıyla yıl sonu bilançolarını, hesap dönemini izleyen dört ay içinde borsaya vermek zorunda olacaklardır.

2. Yönetim Kurulu

İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nın yönetimi, Yönetim Kurulu'na ve kurulla işbirliği yapacak komitelere yüklenebilir. Yönetim Kurulu'nun oluşturulması ve görevleri hazırlanacak yönetmelikle belirlenecektir. Yine işin gerektirdiği sayı ve nitelikte komite de kurulacaktır.

3. Komiteler

İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nda komiteler yönetim kurulu tarafından seçilebilirler. Bunlar yönetim kuruluna önerilerde bulunup, borsa işlemlerine ilişkin görevleri yerine getirebilecektir.

Bu komiteler, aday belirleme, finansman kaynaklarının yönetimi, üyelerin iş ilişkilerinin araştırılması ve gözetilmesi, anlaşmazlıklarda hakemlik, ticari işlemlerin gözetilmesi, piyasa fiyatının raporlanması,

borsanın fiziksel olanaklarının yönetimi, halkla ilişkiler, pazarlama ve eğitim gibi fonksiyonları görmek için kurulabilir.

4. Görevliler

İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nda idari görevliler yönetim kurulunun ve komitelerin politika ve kararlarını uygulayacaktır. Görevlilerin istihdamı komitelerin fonksiyonlarına paralel olarak düzenlenir ve her bölüm borsanın yetkili bir yöneticisine karşı sorumlu olacaktır.

III. İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN ELEMANLARI

Çalışmamızın III. bölümünde yer alan vadeli işlem piyasaları elemanlarının İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nda ne şekilde yer aldığını incelenmeye çalışılacaktır.

A. FUTURES KONTRATI

İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nın kurulmasına çalışılmakta olup henüz resmi futures kontratı hazırlanmamıştır. Ancak sözlü olarak alınan gayri resmi bilgilerden çıkarılan sonuç, İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nda kullanılacak futures kontratlarında aşağıdaki bilgilerin bulunacağını göstermektedir.

Pamuğun;

- Cinsi; Beyaz Pamuk (Ege)
- Kalitesi; Standart - 1
- Miktarı (Lot); kontrol ünitesi - 10.000 kg = 1 lot
- Ürünün teslim ve tesellüm edileceği yer
- Ürünün teslim ve tesellüm tarihi (vadelisi belirtilecektir).

B. KORBAY (PİT)

İzmir Ticaret Borsası'nın vadeli işlem borsasına sağladığı avantajlardan bahsederken belirtildiği üzere mevcut spot piyasada pamuk alım-satımları zaten korbeyde işlem görmektedir.

İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'da, spot piyasanın bulunduğu Borsa Sarayı'nda spot işlemlerin yapıldığı salonun karşısında bulunan salonda kurulacaktır. Bu salon şu günlerde düzenlenmektedir.

C. TARAFLAR

İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nda arz eden tarafta üretici yer alırken talep eden kesimde tekstilci yer alacaktır. Burada tekstilci stok maliyetinden mümkün olduğunca uzakta kalacak ve eğer istiyorsa spekülasyonda yapabilecektir. Bunun dışında hammaddesini sürekli ve planlanabilir fiyatlarla almak imkanına da sahip olacaktır.

Üretici kesiminin amacı ise ileriye dönük risklerini doğrudan doğruya spekülâtörün üzerine atmaktır.

İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nda pamukla doğrudan ilgisi olan, üretici, tüccar, çırçırıcı, tekstilci hatta ihracatçı yer alacaktır. Bu grupların her biri doğaldır ki, riskten kaçınmak hedging yapmak isteyeceklerdir. Bu durumda aklımıza şöyle bir soru gelebilir. Acaba spot piyasada bu gruplar hedging yapma imkanına sahip değiller mi? İzmir'deki pamuk borsasında işlem yapan kimseler yurtdışındaki pamuk borsalarındaki futures kontratları ile kendilerini hedge edebilirler. Ancak yurtdışındaki borsaların dolar bazındaki pamuk futures

fiyatlarının; Türkiye'deki fiyatlarla korelasyonu zayıf olup arada kopukluk bulunmaktadır. Bu nedenle de Türkiye'nin içinde bir vadeli işlem piyasasının oluşması gerekmektedir. Bu ihtiyacı İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'yla önemli oranda kapanacaktır.

Ayrıca serbest piyasa ekonomisi içinde, gerçek anlamda bir vadeli işlem borsasında kesinlikle spekülasyon olmalıdır. Spekülasyonun olmadığı yerde o borsanın işlemesi mümkün değildir. Bu durumda kontratların gerçekleşmesinden ziyade gerçekleşmemesi bir yerde borsanın işlem hacmini artıracaktır. Türkiye'deki pamuk miktarı üzerine işlem yapılacağına göre yaklaşık 1 milyar - 1 milyar 200 milyon dolar civarında işlem hacmi olacaktır. Bu kaç defa el değiştirirse, kontratların el değiştirme hızına göre o kadar da spekülasyon yapma imkanı olacak, dolayısıyla serbest piyasa ekonomisine büyük katkı sağlanacaktır.

IV. İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN İŞLEYİŞİ

İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nda kontrat alıp satmak isteyenler borsa üyelerine emir vermek zorundadırlar. Alım-satım emirleri yazılı olarak verilebilir. Borsa üyelerinin İzmir içindeki veya dışındaki şube ve acentalarına verilen emirler üyeye verilmiş sayılır. Müşteri emirlerinde bulunacak bilgiler şu şekilde sıralanabilir.

- a- Emrin verildiği borsa üyesinin ünvanı,
- b- Emri verenin adı, soyadı, ünvanı ve adresi,
- c- Emrin alım emri mi, satım emri mi olduğu,
- d- Satın alınacak veya satılacak kontratların tipi, türü ve sayısı,
- e- Emrin türü,
- f- Varsa, emrin geçerlilik süresi,

- g- Emrin işlem vadesi,
- h- Emrin verildiği yer ve tarih, saat ve dakika,
- i- Müşteri emri numarası.

En az bu bilgilerin bulunacağı emirleri İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nda kullanılacak türleri şunlar olabilir.

- Müşteri verdiği emirde fiyatı belirleme konusunda üyeyi serbest bırakmak istediğinde serbest fiyatla emir verebilir,
- Müşteri alım veya satımın hangi fiyattan yapılması gerektiğinin belirtildiği limitli emirler verebilir.
- Müşteri piyasa fiyatının üzerinde alım durdurmalı emir verebilir. Bu durumda üye, durdurmalı fiyatın üzerinde ya da bu fiyattan piyasa fiyatı oluştuğunda emri işleme koyabilir. Piyasa fiyatının altında da satım durdurmalı emir verilebilir.
- Açılış ya da kapanış fiyatından emir verilebileceği gibi iptal edilene kadar geçerli olan emirlerde zaman şartına bağlı emirlerdir.

Piyasada bu emirlerle gerçekleşen işlemler üyelere bildirilir ve teminatların güncelleştirilmesi için Takas Kurumu'na bildirilir.

İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nda Takasbank görevini Vakıfbank üstlenecektir. Bu borsada Takas Odası daha önce saydığımız fonksiyonları yerine getirecektir. Başlangıç teminatının tutarı konusunda tartışma sözkonusudur. Başlangıç marjininin yüksek tutarda alınmasının işlem hacmini azaltacağı yönde bir kaygı söz konusu olurken, düşük tutulmasının ise garanti mekanizması açısından sakıncaları olduğu düşünülmektedir. Ancak bizim önerimiz

dünyadaki uygulamaları gibi teminat miktarının, kontrat tutarının %10'u düzeyinde bir miktar olması yolundadır.

İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nda yer alan Standart-1 pamuğun fiyatları ikişer aylık aralar ise 8 yıllık bir süre için incelendiğinde ortalama fiyatın 11.401 TL olduğu görülmüştür. Dolar bazında bir hesaplama 1.63 \$ olarak hesaplanmıştır. Fiyatın standart sapmasına bakacak olursak 1768 TL ve bu dolar bazında 31 cent'tir. Eğer bu çalışma günlük olarak yapılacak olursa bize bu piyasada alınması gereken günlük marjinler hakkında fikir verebilir. Ayrıca, küçük bir marjin ile gelecekteki büyük oranlardaki emtiayı kontrol altına almak mümkün olduğunda bunun özellikle derin olmayan piyasalardaki manipulasyon aracı olacağı borsa tarafından dikkate alınmalıdır. Yeni kurulacak olan Vadeli İşlem Borsası'nda futures kontratlarının, dolar gibi bir döviz üzerine mi yoksa, TL. üzerinden mi yapılması gerektiği tartışılan bir başka konudur. TL'nin yüksek enflasyona maruz kalması, pamuk fiyatlarına yükseliş trendi vermektedir. Bu da futures kontratlarının doğasına aykırıdır. Ocak 1986 fiyatını 100 TL. kabul edersek, mayıs 1994 fiyatının 10745 TL. gerçekleştiğini görürüz. Bu gerçekten başdöndürücüdür. Futures kontrat fiyatlarını belirlerken kullanılan değişkenlerden biri de faiz oranlarıdır. Dolayısıyla yüksek faiz oranlarının futures fiyatlarına yansımaları kaçınılmazdır. Fiyatlandırma dolar bazında olursa, yüksek orandaki devalüasyonlar bu piyasaları çok olumsuz etkileyebilecektir. Bu tür borsaların uluslararası kurallarından birisi ülkedeki enflasyon oranı ile kurdaki artış oranının eşit olması gerektiğidir. Gerek dolarla, gerek lirayla yapılan işlemlerde bugün için sorun vardır. Bu bir dezavantaj olabilir. Bu yüzden istikrarlı bir ekonomi bu sorunların cevabı olacaktır.

V. İZMİR PAMUK VADELİ İŞLEM BORSASI'NIN SEKTÖRLERE SAĞLAYACAĞI İMKANLAR VE YARARLARI

Beklenen fayda ve imkanları birkaç kalem olarak inceleyebiliriz.

A. MİLLİ EKONOMİ AÇISINDAN

1. Pamuk fiyatının uluslararası piyasa şartları içinde gerçekçi şekilde oluşmasını sağlayacaktır.

2. Destekleme ihtiyacı ve Devletin mali yükü azalacaktır. Çünkü pamuk vadeli işlem borsası, pamuk piyasasında arzın kesikli, talebin sürekli olmasından doğan dengesizlikleri ve piyasanın eksikliğini gidermek için geliştirilen ve destekleme politikalarını ikame eden bir sistemdir.

3. Alım-satımdaki rahatlık ve hız pamuk fiyatlarında daha iyi bir istikrar temin edecektir.

B. EGE BÖLGESİ BAKIMINDAN

1. İzmir'deki serbest rekabete dayalı bir piyasa düzeni, risk yüklenmek isteyen finans piyasaları mensupları için bir ilgi alanı oluşturacaktır.

2. İzmir'de yerli ve yabancı finans sermayesi akışı doğacak, bölge ekonomisinin dinamizm kazanmasına katkısı olacaktır.

C. TEKSTİL VE KONFEKSİYON SANAYİCİLERİ YÖNÜNDEN

1. Pamuk fiyatlarındaki sert iniş ve çıkışlardan doğan fiyat riskini finans kesimine aktararak riskleri dengeleyebileceklerdir.

2. Tekstil ve konfeksiyon sanayicileri uzun vadeli satış ve üretim bağlantıları yapma imkanını bulacaklardır.

3. Uzun vadeli satış ve üretim programları ile paralı pamuk alım programları düzenleyip uygulayabileceklerdir.

4. Sanayici borsadan aldığı fiyat sinyalleri ile istikrarlı fiyat üzerinden pamuk alımı yapabilecek, kesin fiyat üzerinden üretim maliyetlerini ve satış fiyatını gerçekçi bir şekilde planlayabilecektir.

5. Taahhütlerini zamanında yerine getirebileceklerdir.

6. Depolama maliyetlerinde ve stoklara bağlanan finansal giderlerde tasarruf sağlayacaklardır.

7. Mamul toplam maliyetlerini ve satış fiyatlarını daha rekabetçi bir düzeyde tutmak, pazarlık gücünü artırmak ve dış satımlarını geliştirmek, ülkeye daha çok göviz getirmek imkanını bulacaklardır.

D. PAMUK ÜRETİCİLERİ YÖNÜNDEN

1. Geleceğe yönelik tahminlerin ışığında üretim planları, üretim tercihlerini, üretim ikame imkanlarını daha gerçekçi bir şekilde yapabileceklerdir. Çünkü, üreticinin piyasa şartlarına duyarlılığı artacaktır.

2. Pamuk ürününün zaman içinde arz ve talep dengesizliğinden doğan risklerden kendilerini koruyabilecektir.

3. Üretici malını gerçek piyasa fiyatları ile pazarlama imkanını bulacaktır ve istikrarlı gelir sağlayacaktır.

4. Büyük üretici, borsada doğrudan işlem yapma, küçük üretici tarım-satış kooperatiflerine yeni bir görev verilerek ve menkul rehni müessesesi kurularak üye olduğu kooperatifler vasıtasıyla borsada pamuk ürününü daha iyi değerlendirecektir. Bunun yanı sıra Devlet pamukta hedef fiyatları önceden belirleyerek, pamuk ekimini disiplin altına alarak ve belirli üretim kotalarına uygun bir ortam yaratabilecektir.

E. İHRACATÇI VE İTHALATÇI YÖNÜNDEN

1. İhracatçı ve ithalatçıya dünya fiyatları üzerinden ticaret yapma imkanını verecektir.

2. Tüccar uzun vadeli bağlantılara girmek, bu bağlantıları risk yüklenmeden yerine getirmek imkanını bulacaktır.

F. RİSK YÜKLENMEK İSTEYEN FİNANS ÇEVRELERİ VE KATILIMCILAR YÖNÜNDEN

1. İzmir'e finansal kaynak transferi yapabileceklerdir.

2. Pamuk vadeli kontratlarının hızla, kolayca ve güvenilir bir şekilde devri ve dolayısıyla hak ve yükümlülüklerin güvenceye alınması piyasaya olan ilgiyi artıracak, piyasaya canlılık getirecektir.

SONUÇ

Başarıyla işleyen borsalar ve piyasalar kendilerine duyulan gereksinme sonucu kurulan borsa ve piyasalardır. Özellikle 1980'li yılların başlarında Türkiye'de serbest piyasa ekonomisini yerleştirme çabaları başlamış olup günümüzde de sürmektedir. Bu serbesti büyük avantajlar getirmekle birlikte girişimcilerin maruz kaldıkları riskler de bir ölçüde artmıştır. Bu risklerin serbest piyasa ekonomisi sistemi içinde çözümü temelde risk yönetimi kurum ve araçlarından geçmektedir. Bugün bir zorunluluk haline gelmiş vadeli işlemler, ilgili kurum ve araçların eksikliğinden dolayı yapılamamakta, girişimcimiz ve ekonomimiz bundan zarar görmektedir. Risk yönetimi bulunmayan ancak stratejik önemi bulunan piyasalara devlet istikrar sağlamak amacıyla müdahalelerde bulunmak zorunda kalmaktadır ki, bu da kamu bütçesine büyük bir yük getirmekte ve enflasyonu körüklemektedir. Türkiye'nin ticaret borsalarına ve bunların uzantısı olarak vadeli işlem borsalarına ihtiyacı gitgide artmaktadır. Bu ihtiyaç doğrultusunda futures ve opsiyon işlemleri gerçekleştirmeye, finans reformu çerçevesinde büyük önem verilmektedir. Buna rağmen vadeli işlem piyasalarının Türkiye'de kurulması için maalesef bazı engeller aşılabilmiş değildir. Bu engellerin en önemlisi ekonomik istikrarın temelde istenilen düzeyde sağlanamaması ve enflasyonun

düşürülememesidir. Diğer bir sorun da bu piyasaların kurulabilmesi için gerekli hukuki düzenlemenin yapılmamasıdır. Ancak bilinmesi gereken bir gerçek var ki, Türkiye olarak, Türkiye’de yaşayan insanlar olarak bekleme ve yetinme lüksümüz yoktur. Bunun için de bir an önce bu engellerin aşılması şarttır.

1989 yılında ekonomik gündemimize giren futures işlemlere, ilk olarak İzmir Ticaret Borsası’nda ve pamuk üzerine başlanması uygun bulunmuştur. Bu yıl içinde kurulmasına kesin gözüyle bakılan vadeli işlem borsasının hizmete açılma tarihi sürekli ertelenmektedir. Bunun nedeni hukuki mevzuatın eksiliği olarak gündeme gelmiştir. Ancak bizce tek neden bu değildir. İzmir Ticaret Borsası’nda yapılan hazırlıkların yetersiz olduğunu üzülerek de olsa belirtmek gereklidir. Yeterince deneyimli ve uzman olmayan danışman bir grup tarafından yürütülen çalışmaların daha uzun süre tamamlanamayacağını söylemek hatalı olmayacaktır.

Kurulması için çalışmalar süren, iç ve dış piyasaya hitap etmesi düşünülen bu borsanın alt yapısının çok iyi kurulması başarı için şarttır. Kurulacak sistemin bel kemiğini doğal olarak takas ve saklama merkezi oluşturmaktadır. Bu merkezin taraflara yeterince güven verebilmesi şarttır. Çünkü bu merkezin kendine olan güveni sarsması, borsaya onarılamayacak zararlar verecektir. Dolayısıyla bu kurumun kuvvetli bir sermaye ile desteklenmesine önem verilmelidir. Ayrıca getirilen teminatlarla işleme giren taraflar yasal yollarla bağlanarak, araçlar nezdinde açılan cari hesaplarda, tarafların ciddi olduğunu belirlemeli ve anılan piyasalarda çeşitli çeşitli birimlerin mali güçlerini aşan bir biçimde alım-satım yapmalarına bir limit getirilmelidir. Yatırımcıların futures piyasalarında elinde mal bulunmadan çok sayıda

futures işlemine girebilmesi mümkün olduğu için tamamlama marjini çok önemli bir rol üstlenecektir.

İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası, yapılacak işlemleri resmileştirip belge düzeni getirmesiyle devlete önemli bir vergi avantajı getirecektir. Ancak, borsanın bu işlevi fazla abartılmadan spot piyasaya göre yatırımcılara vergi avantajı da sağlanmalıdır.

Sözkonusu borsanın avantajları ve taşıdığı riskler de yatırımcıya yeterince anlatılabilmelidir. Bu nedenle futures işlemlere ilişkin eğitim çalışmalarının çok bilinçli ve sistematik bir şekilde yapılmasında yarar görülmektedir. Bunun için de önerimiz, futures kontratları alan ya da satan tüm taraflar için bir risk açıklama metni hazırlanmalı ve yatırımcıların bu metni okumaları ve okuduklarına dair imzalamaları zorunlu tutulmalıdır.

İzmir Palmuk Vadeli İşlem Borsası'nın başarısı için devletin pamuğa müdahale etmemesi gereklidir. İhracattan ithalata hiçbir kısıtlama olmadan, herhangi bir taban fiyat politikası ya da direkt fiyatı etkileyecek sübvansiyonların uygulanmaması gereklidir. Bütün dünyada gelişmeler bu yöndedir. Vadeli işlem borsaları, tarımsal destekleme politikalarına alternatif bir yöntem olarak görülmektedir. Vadeli işlemlerde amaç fiyat istikrarını sağlamak olduğuna göre, bugüne kadar desteklenmeye tabi tutulan mallarda vadeli işlemler başlatılmalıdır. Bu mallar buğday, arpa şekerpancarı, yağlı tohumlar ve tütündür. Bunlardan şekerpancarı ve tütünün devre dışı bırakılacağı söylenebilir. Şekerpancarında temel tüketici devlet olduğundan bu mal piyasasında rekabetçi bir yapının mevcut olmadığı iddia edilebilir. Yine tütünde de benzer bir problemle karşılaşılmaktadır. Tüccar ancak ihracat amacıyla tütün almakta, yurt içi talep devletten gelmektedir. Bu çerçevede

dileğimiz pamuktan sonra buğday, arpa ve yağlı tohumlarda futures işlemlerin başlatılmasıdır.

Futures işlemler sadece mal üzerine değil finansal araçlar üzerinde de yapıldığına göre İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda futures işlemlerin yapılmasının düşünüleceği bir borsadır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun bu konuda hazırlıkları sürmektedir.

Dünya finans sistemiyle bütünleşebilmemiz için İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na ve İzmir Ticaret Borsası'na önemli görevler düşmektedir. Vadeli işlemlerle ilgili hukuki düzenlemenin bir an önce yapılarak vakit kaybetmeden İzmir Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nın hizmete geçmesi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda da başlangıçta hisse senetleri üzerine futures işlemlerin ve sonrada futures üzerine opsiyon işlemlerin başlatılması gereklidir. Bu aşamalardan sonra, başka tarımsal ürünler ve mali araçlar üzerinde de vadeli işlemlere geçilmelidir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- AKSEL, Eyüboğlu Ayşe : **Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları**, SPK Yayınları No: 121, Ankara, 1995.
- APAK, Sudi : **Uluslararası Finansal Teknikler**, Emlak Bankası Yayınları, İstanbul, 1995.
- BLANK, C. Steven-
CARTER, A. Colin-
SCHMIESING, H. Brian : **Futures and Options Markets**, Prentice-Hall Inc., 1991.
- DEMİRÇELİK, Adalet-
SOYDEMİR, Selim : "Futures Markets", SPK, Araştırma Raporu, Ankara, 1989.
- DUFFIE, Darrell : **Futures Markets**, Prentice Hall Inc., USA, 1988.
- ERDEM, Yusuf : **Vadeli İşlem Piyasaları Forward & Futures ve Türkiye'de Oluşumun Ekonomik Şartları**, Türkiye Kalkınma Bankası Yayınları, Ankara, 1993.

- EROL, Ümit : **Futures Piyasaları**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No: 190, Ankara, 1994.
- FRANCIS, Jack : **Investments, Analysis and Management**, Fifth Edition, Mc Graw Hill. Inc., USA, 1989.
- FERTEKLİGİL, Azmi : Eğitim Semineri Notları, İ.M.K.B. Araştırma Yayın ve Eğitim Müdürlüğü Yayınları, İstanbul, 1991.
- GÜCENMA, Ümit : Türkiye'de Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No: 181, Ankara, 1994.
- GÜMÜŞELİ, Saniye : Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No: 179, Ankara, 1994.
- HONEYGOLD, Derek : *Until Financial Markets*, Woodlead-Foulkner, 1989.
- HULL, John : *Options, Futures and Derivative Securities*. Prentice-Hall International Inc., USA, 1993.
- Intercon Danışmanlık ve Eğitim Hizmetleri Seminer Notları : **Futures/Options Türkiye ve Dünya Uygulamaları**, Mart 1992.
- İ.M.K.B. Yayınları : **Sermaye Piyasası Araçlarına Dayalı Futures ve Option Sözleşmelerini, Fiyatlaması**, No: 1, İstanbul, 1995.

- İzmir Ticaret Borsası
Yayınları : Ticaret Borsaları ve İzmir Ticaret Borsası
100. Yıl Etkinlikleri No: 42, İzmir, 1991.
- İzmir Ticaret Borsası
Yayınları : İzmir'de Bir Vadeli İşlemler Borsası
Kurulabilme Potansiyeli, Araştırma
Raporu, İzmir, 1992.
- İzmir Ticaret Borsası
Yayınları : Vadeli İşlem Borsaları İçin Temel
Rehber, No: 151, İzmir, 1993.
- İzmir Ticaret Borsası
Yayınları : Emtia Borsaları ve İzmir Pamuk Kontrat
Borsası, Menkul Kıymetlerin Halka Arzı
ve İ.M.K.B.'nda İşlem Görmesi, No: 155,
İzmir, 1995.
- KARSLI, Muharrem : Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul
Kıymetler, Beta Yayınları, III. Baskı,
İstanbul, 1989.
- KOTAR, Erhan : Menkul Kıymet Borsalarında Borsa
Emirleri ve Muhasebesi, İktisadi ve Ticari
İlimler Akademisi Yayınları, No: 87/47,
Ankara, 1971.
- KURTAY, Selma : Opsiyon İşlemler ve Opsiyon Piyasaları,
SPK Araştırma Raporu, Ankara, 1989.
- LUSKIN, Donald : Index Options and Futures, John Wiley
and Sons, New York, 1987.

- OLALI, Hasan : İzmir'de Pamuk Vadeli İşlem Borsası'nın Ekonomik Yapılabilirliği, İ.T.B. Yayınları No: 47, İzmir, 1993.
- ÖNCE, Saime : Türev Ürünlerin Muhasebe Sorunları ve Bankalar İçin Muhasebeleştirme Şekilleri, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No: 192, Eskişehir, 1995.
- SAK, Güven : Futures Piyasaları ve Bunların Türkiye'de Olabilirliğine İlişkin Değerlendirme ve Öneriler, SPK Araştırma Raporu, Ankara, 1989.
- SAK, Güven-
DEMİRÇELİK, Adalet : Futures Piyasasında Kurumsal Düzenleme Önerileri, SPK Araştırma Raporu, Ankara, 1989.
- SEVİL, Güven : Konaklama İşletmelerinde Finansal Yönetim, Anadolu Üniversitesi Eğitim, Sağlık ve Bilimsel araştırma Çalışmaları Vakfı Yayınları, No: 103, Eskişehir 1995.
- TURCER, Haydar : Ticaret Borsaları ve Vadeli İşlem Piyasaları, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yayınları, No: 1292, Ankara, 1994.
- Türkiye Bankalar Birliği
Yayınları : Ticaret Borsaları, No: 164, Ankara, 1990.

- Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yayınları : Tarım Özel İhtisas Komisyon Raporu, Ankara, 1992.
- Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yayınları : Ticaret Borsacılığında Yeni Gelişmeler, Vadeli İşlem Piyasaları, No: 289, Ankara, 1994.
- ÜNAL, Targın : Dünya’da ve Türkiye’de Menkul Kıymet Borsaları, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, No: 23, İstanbul, 1991.
- WALNSEY, Julsan : New Financial Instruments, John Wiley & Sons Co. USA, 1988.
- WILLIAMS, Jeffrey : The Economic Function of Futures Markets, Cambridge University Press, 1982.
- YÜKÇÜ, Süleyman-YÜCEL, Tülay : Bankacılıkta Türev Ürünlerinin Muhasebeleştirilmesi, Bugünkü Durum ve Yapılması Gerekenler, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Yayınları, No: 191, İzmir, 1995.
- ARMAN, Kırım : “Gelecek Piyasaları”, **Bankacılık Dergisi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Sayı: 3, Ankara, 1990.

- ARMAN, Kırım : "Mali Risk Yönetimi Açısından Futures Piyasaları", **Bankacılık Dergisi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yıl: 1, Ankara, 1990.
- ARMAN, Kırım : Mali Risk Yönetimi Açısından Döviz ve Faiz Opsiyonları, **Bankacılık Dergisi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Sayı: 5, Ankara, 1991.
- DPT : Temel Ekonomik Göstergeler, Ankara, Kasım 1991.
- DPT : İzmir İlinin Türkiye Ekonomisindeki Yeri, Ankara, 1991.
- _____ : "Devrim", **Dünya**, 6 Ocak 1995.
- _____ : "Pamukta Prim Sistemi", **Dünya**, 6 Temmuz 1995.
- _____ : "Pamukta Sorunlar", **Dünya**, 19 Temmuz 1995.
- _____ : "Pamukta Fon Sistemi", **Dünya**, 19 Ağustos 1995.
- _____ : "Vadeli İşlem Borsaları", **Ekonomik Trend**, 22 Ocak 1995.
- _____ : "Derivatives Survey", **Financial Times** 16 November 1994.

GÜMÜŞELİ, Saniye

: "Swap Piyasaları", **Kalkınma Dergisi**,
Türkiye Kalkınma Bankası Yayınları,
Sayı: 37, 1991.

: "Geleceği Alıp Satmak", **Macro Dergisi**,
Ağustos 1995.

: **Milliyet Gazetesi**, 14 Ağustos 1995.

: "Pamukta İpler İhracatçının Elinde",
Para Dergisi, 3 Eylül 1995.