

30353.

**YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**VADELİ İŞLEM PİYASALARI VE
TÜRKİYE'DEKİ UYGULAMALARI**

**İŞLETME YÖNETİMİ
YÜKSEK LİSANS BİTİRME TEZİ**

can AYDINOĞLU

**TEZ DANIŞMANI
Prof. Dr. İlker BİRDAL**

İstanbul - 1993

ÖNSÖZ

Hazırladığım tezde Türkiye için çok yeni olan dünyada özellikle son 20 yıldır yaygın olarak kullanılan vadeli işlem piyasalarının yapısını ve işleyişini çeşitli yönleriyle inceledim. Tezim son bölümünde ise vadeli işlem piyasalarının Türkiye'ye sağladığı avantajları açıkladım.

Bu tezin hazırlanmasında bana yardımcı olan ve çalışmalarına yön veren Prof.Dr. İlker Birdal'a teşekkürü borç bilirim.

Can AYDINOĞLU

İÇİNDEKİLER

BİRİNCİ BÖLÜM VADELİ İŞLEM PİYASALARI

Özet	
Giriş	1
1.1. Tarihçe	2
1.2. Tanım	4
1.3. Vadeli İşlem Piyasaları ve İlerideki Teslim Şartlı Piyasalar Arasındaki Farklar	4
1.4. (Opsiyon) Seçmeli İşlem Piyasası ile Vadeli İşlem Piyasası Arasındaki İlişki	10
1.5. Vadeli İşlem Piyasaları Arasındaki Uygulama Farklılıkları	12
1.6. Vadeli İşlem Borsalarının Uluslararası Bağlantıları	13
1.7. Vadeli İşlem Borsalarında Örgütlenme	14
1.8. Vadeli İşlem Piyasası Katılımcıları	16

İKİNCİ BÖLÜM VADELİ İŞLEM PİYASALARINDA EMİR ÇEŞİTLERİ

2.1. Serbest Emirler	19
2.2. Limitli Emirler	19
2.3. Beklemeli Emirler	20
2.4. Kesin Fiyatlı Emirler	20
2.5. Piyasa Kapanış Emri	20
2.6. Piyasa Açılış Emri	21
2.7. İptalli Emirler	21
2.8. Koşullu Emirler	21
2.9. Spread Emirleri	22
2.10. Sözleşme Değiştirme Emirleri	22

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

VADELİ İŞLEM PİYASALARININ KULLANIM AMAÇLARI

3.1. Fiyatlar Hakkında Bilgi Edinmek	24
3.2. Riskten Korunma (Hedging)	25
3.3. Spekülasyon	31
3.4. Riskten Korunma Spekülasyon İlişkisi	39

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

VADELİ FİYATLAR

4.1. Bir Malın Vadeli Fiyatını Etkileyen Faktörler	42
4.2. Bir Malın Gerçek Piyasadaki Vadeli Fiyatı	43
4.3. Farklı Vadeler Arası Fiyat İlişkisi	45
4.4. Vadeli Fiyat-Gelecekteki Tahmini Spot Fiyat İlişkisi	46
4.5. Normal Backwardation (geri kalma) - Contango	47
4.6. Vadeli İşlem Piyasasının Nakit Fiyata Olan Etkisi	49
4.7. Spekülatörlerin Vadeli Fiyata Etkisi	50
4.8. Depolama Fiyatı Kavramı	50
4.9. Sperad Pozisyonu	51
4.10. Spread Kazancının Hesabı	55
4.11. Tail	56

BEŞİNCİ BÖLÜM

VADELİ İŞLEM PİYASALARI VE TÜRKİYE

5.1. Vadeli İşlem Piyasaları Türkiye’de Uygulanabilir mi?	60
5.2. Vadeli İşlem Piyasalarının Yaşamaları İçin Gerekli Şartlar	62
SONUÇ	66

ÖZET

19. yüzyılda ortaya çıkan, son yıllarda popüler hale gelen vadeli işlem piyasaları belli bir borsa malının belli bir fiyattan fakat ileride teslim edilmek üzere alım satım sözleşmelerinin yapıldığı ve bu sözleşmelerin el değiştirdiği piyasalardır. Vadeli işlem piyasaları organize borsanın varlığı, standart sözleşmeler takas odası, marj ve günlük yeniden hesaplaşma ve devir hakkı nedeni de forward (ileride teslim şartlı) piyasalardan farklı bir yapıya sahiptir.

Vadeli İşlem Piyasalarının kullanım amaçları bir malın ilerideki bir dönemdeki fiyatı hakkında bilgi edinmek riskten kaçınmak ve spekülasyon yapmaktır. Riskten korunmak isteyenler ve spekülâtörler yaptıkları işlemler ve alım satım sürelerine göre kendi aralarında kategorilere ayrılmışlardır. Spekülâtörlerin en büyük faydası ise riski üstlenmek ve piyasaya likidite sağlamaktır.

Vadeli fiyatlar arz ve talebe göre oluşmasına rağmen alım satım masraflarından, üstlenme maliyetinden, depolama maliyetinden ve açığa çıkıştaki sınırlamalardan etkilenmektedir.

Gerekli elemanların yetiştirilmesi, piyasayı düzenleyecek yasal çerçevenin oluşturulması gibi altyapı sorunları çözümlendiği takdirde Türkiye’de de vadeli işlem piyasası oluşturabilmek mümkün olacaktır. Uzmanlar ülkemizde altın ve buğday olmak üzere iki konuda vadeli işlem piyasası önermektedirler.

Türkiye’de Altın Borsası ile birlikte kurulması planlanan vadeli işlem piyasası ile Orta Asya’daki altın rezervleri ile Türkiye’de evlerde duran altın değerlendirilmiş olacaktır. Hububat dayalı vadeli işlem piyasası da hem çiftçiye hem tüccara riskler korunma, fiyatlar hakkında sağlıklı bilgi edinme hususlarında önemli olanaklar sağlayacaktır.

GİRİŞ

İlk olarak Amerika Birleşik Devletleri'nde ortaya çıkan vadeli işlem piyasaları bugün dünyanın hemen her yerine yayılmıştır. 1987 yılında Dünya borsalarındaki kriz pek çok yatırımcının zarar etmesine neden olurken vadeli işlem piyasasının da yatırım yapanların krizden etkilenmedikleri, kâr elde edebildikleri görülmüştür. Bu gelişme vadeli işlem piyasasının diğer piyasalara göre daha istikrarlı olduğu inancını yaratmış ve bu söz konusu piyasalara ilgiyi dahada arttırmıştır. Belirtilen bu gelişmeler nedeniyle tez konusu olarak vadeli işlem piyasaları ve Türkiye'de uygulanabilirliği seçilmiştir.

Tez 5 bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde vadeli işlem piyasalarının özellikleri ve diğer piyasalarla olan farklılıkları ve ilişkileri ikinci bölümde bu piyasalardaki emir çeşitleri, ikinci bölümde bu piyasalardaki emir çeşitleri, üçüncü bölümde bu piyasaların kullanım amaçları, dördüncü bölümde vadeli fiyatlar, beşinci bölümde vadeli işlem piyasaları ve Türkiye konusu işlenmektedir. İlk dört bölümde ülkemiz için çok yeni olan vadeli işlem piyasaları ile ilgili teorik bilgiler sunulmaktadır. Beşinci bölümde ise bu teorik bilgiler ışığı altında vadeli işlem piyasalarının Türkiye'de uygulanabilirliği konusu analiz edilmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

VADELİ İŞLEM PİYASALARI

1.1- TARİHÇE

Vadeli işlem piyasaları yüzyıllardan beri var olan ileride teslim şartlı piyasaların özel bir şekli olarak ortaya çıkmıştır. Organize vadeli işlem piyasalarının doğuşu 19. yüzyılda Chicago'da Chicago Board of Trade'in 1848'deki açılışı ile gerçekleşmiştir. 1871'deki Chicago yangınında kayıtların yok olmasına karşın, 1860'lardan beri Chicago Board of Trade'de vadeli işlem sözleşmelerinin yapıldığı açıktır.¹ Board 1865 Mayıs'ında sözleşmeler ile ilgili ilk tüzüğü hazırlamıştır. Bu tüzük ile sözleşmelere ait marj depozitinin, her bir tarafın isteği üzerine, sözleşmede belirtilen malın değerinin % 10'nundan fazla olmaması sağlanmıştır.² Tahıl depolama sisteminin gelişmesi ile tahıl dışındaki işlemlerle uğraşanların da bu piyasaya girmeleri sağlanmıştır. Vadeli işlemlerdeki organize alım satım ile spekülasyon yapmak daha kolaylaşmıştır. 19. yüzyılın sonlarında ABD'de kurulan borsalardan sonra 1970'lerden itibaren vadeli işlem borsalarına olan ilgi dünya çapında artmıştır.

İş hacmi 1980'li yıllarda 750 milyon dolar, 1985'de 1,5 milyar dolar, 1990'da 8-9 milyar arasında olmuştur. İş hacminin büyümesinin nedenleri arasında vadeli işlem piyasalarının ilgi alanlarının genişlemesi ile bulunmaktadır. Mal dışında döviz (1973), tahvile (1975) ve hisse senedine (1982) dayalı vadeli işlem piyasaları oluşmuştur.

1- Robert W. Kolb, *Understanding Futures Markets*, 2b, Glenview Illinois: Scott, Foresman and Company, 1988, s. 2.

2- Harold S. Irwin, *Evolution of Futures Trading*, Mimir Publishers Inc madison, Wisconsin, 1954, s. 80.

Tablo 1
Dünyadaki Vadeli İşlem Piyasaları

ABD'deki vadeli işlem piyasaları	<u>Kuruluş yılı</u>
Chicago Board of Trade (CBT)	1848
Chicago Emtia Borsası (CME)	1919
Kahve, Şeker ve Kakao Borsası (New York)	1882
Mal Borsası (COMEX) (New York)	1933
Kansas City Board of Trade (KCBT)	1856
Orta Amerika Ticaret Borsası (Chicago)	1880
Minneapolis Tahıl Borsası	1881
New York Yün Borsası	1870
New York Yün Borsası Narenciye	1966
New York Vadeli İşlem Borsası (NYFE)	1979
New York Emtia Borsası	1872
Chicago Pirinç ve Pamuk Borsası	1976
Belli başlı dış vadeli işlem piyasaları	
Uluslararası Vadeli İşlem Borsası INTEX (Bermuda)	1984
Bolsa de Mercadorios de Sao Paulo	1917
Londra Uluslararası Finansal Vad. İşlem Borsası (LIFFE)	1982
Baltık Uluslararası Taşıma Vad. İşl. Borsası BIFFEX (Londra)	1985
Tokyo Finansal Vad. İşlem Borsası	1985
Singapur Uluslararası Para Borsası SİMEX (Singapur)	1984
Hong Kong Vad. İşlem Borsası	1977
Yeni Zellanda Vad. İşlem Borsası	1985
Sydney Vad. İşlem Borsası	1960
Toronto Vad. İşlem Borsası	1984
Kuala Lumpur Mal Borsası	1985

Kaynak : Kolb, s. 11.

1.2- TANIM

Vadeli işlem borsalarını (Futuresex changes) şöyle tanımlayabiliriz.

“Vadeli işlem borsaları belli miktardaki borsa malının (emtia, döviz, altın, menkul kıymet gibi) belli bir fiyattan fakat ilerideki bir tarihte teslim edilmek üzere alım-satım sözleşmelerinin yazıldığı ve bu sözleşmelerin el değiştirdiği borsalardır.”³

Vadeli işlem sözleşmeleri ileride teslim şartlı sözleşmelerin özel bir şeklidir. İleride teslim şartlı sözleşmeler yüzyıllar boyunca var olmuştur. Bu sözleşmeler en klasik anlamda bir mal varlığının diğeriyle değişimini gerektirmektedir. Örneğin bir ay sonra imalatı tamamlanacak bir otomobili almak isteyen bir kişi, otomobilin bedelini ödeyerek alım anlaşmasını yapar, fakat otomobili bir ay sonra imalatı tamamlandığında alır. Bu bir ileride teslim şartlı sözleşmedir.

1.3- VADELİ İŞLEM PİYASALARI (FUTURES MARKETS) İLE İLERİDE TESLİM ŞARTLI PİYASALAR (FORWARD MARKETS) ARASINDAKİ FARKLILIKLAR

Vadeli işlemler ileride teslim şartlı piyasa işlemleri gibi peşin piyasa işlemi sayılmamaktadır. Bu işlemler arasındaki temel farklılıklar şunlardır :

- a) Organize borsanın varlığı
- b) Standart sözleşmeler
- c) Takas odası
- d) Marj ve günlük yeniden hesaplama
- e) devir

a) Organize Borsa

İleride teslim şartlı piyasalarda alım satıma ayrılmış özel bir yer, merkezi bir alım satım noktası bulunmamaktadır. Vadeli işlem piyasalarında ise her zaman

3- Muharrem Karslı, *Sermaye Piyasası Borsa, Menkul Kıymetler*, 3. b. İstanbul, Beta Basım Yayım, 1989, s. 205.

örgütlenmiş borsalardan yararlanılmaktadır. Bu borsalarda üyelik sistemi uygulanmakta ve sadece bireyler üye olabilmektedir. Kişiler arasında bu üyeliklerin alım satımı yapılabilmektedir. İdari görevlilerin borsadaki normal işlemleri gerçekleştirmelerine ve üyelere rapor vermelerine rağmen borsa üyelerinin de borsa işlemlerinde söz sahibi olmaya hakları vardır. Üyeler ayrıca denetim halkla ilişkiler ve idari konularla ilgili komitelerde de görev alırlar. Borsaya tam üye olmayanlar da üyelik kiralayarak aylık ücret karşılığında alım satım yapabilmektedirler. İşlem hacmini büyütmek isteyen bazı borsalar üye olmayanlara da sözleşme yapabilme izni veren özel lisanslar oluşturmuşlardır. Broker'lar kendi hesaplarına veya müşterileri hesabına alım satım yapabilmektedirler.

Sözleşme alışverişi "pit" ismi verilen salonlarda yapılmakta, bağırarak borsa emri verme sistemi uygulanmaktadır. Resmi olmasıda el işaretleri sistemi alım satım işlemlerinde kullanılmaktadır.

b) Standart Sözleşmeler

Vadeli işlem piyasaları ile ilerde teslim şartlı piyasalar arasındaki en belirgin fark ilerde teslim şartlı piyasalarda standart sözleşmelerin bulunmamasıdır. İlerde teslim şartlı piyasalarda alıcı ve satıcı teslim tarihini malın fiyatını, miktarını kendi aralarında o günkü şartlara göre belirlemektedirler. Vadeli işlem piyasalarında ise standart sözleşmeler kullanılmaktadır. Bu sözleşmeler belirlenen zamanda teslim edilecek malın tarifinin tam olarak yapıldığı şartların açıkça belirtildiği tek tip sözleşmelerdir.

Ayrıca ilerde teslim şartlı piyasalarda sözleşmenin yerine getirileceğini garanti eden hiçbir dış mekanizma bulunmamaktadır. Vadeli işlem piyasalarında ise bu garantiyi sağlayan, denetleyen sistemler bulunmaktadır. Örneğin A.B.D.'inde Chicago Board of Trade izin verilen fiyat dalgalanmalarını ve sözleşme fiyatlarının rapor edilmesini kontrol etmektedir. Piyasa rayici kile başına bir çeyrek cent'lik fiyat dalgalanmasıyla dolar, cent ve çeyrek cent olarak verilmektedir. Board of Trade ayrıca günlük fiyat dalgalanmalarının sınırlarını koymaktadır, fakat bu sınırlamalar sık sık değişmektedir. Sonuç olarak Board of Trade sözleşmeyi tamamlayın teslim mekanizmalarının koşullarını belirlemektedir. Teslim Board of Trade tarafından

onaylanmış depolarının verdiği nama yazılı makbuz ile tamamlanmaktadır.⁴

Bu kurallar sayesinde tüccarlar alım satım yapmadan önce tüm bilgileri öğrenme şansına sahiptirler. İştirakçiler bu sayede alım satım senetlerinin doğru olarak bilmekte buna göre teklifte bulunmaktadırlar, bu da likiditenin artmasına olanak vermektedir.

Tablo 2

Sözleşme Çeşitleri

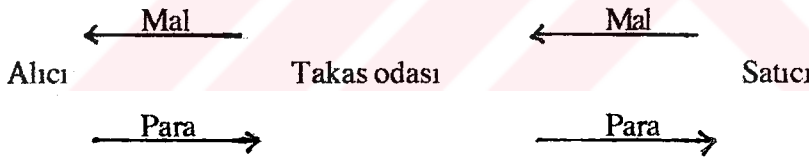
Fiziksel Mal	Tarım : Tahıl, yağ, un, çiftlik hayvanları, kümes hayvanları, gıda maddeleri, o zaman ürünleri tekstil Metolurji: Petrol, altın, gümüş, para, platin, pelladyum bakır.
Faiz getiren varlıklar	: Hazine bonaları, senetler, tahviller
Döviz	: İngiliz poundu, Kanada doları, Japon yeni İsviçre frangı, Alman markı.
Endeks	: Standard ond Poor's 500, Majör Market Endeksi New York Borsası Korma Endeksi, Value Lina Endeksi Tokyo Nikkei Endeksi, Londra Financial Time Endeksi.

⁴ - Kolb, s. 5.

c) Takas Odası (Clearinghouse)

Vadeli işlem piyasalarında ayrı bir kurum olarak veya borsanın bir parçası olarak varlıklarını sürdüren takas odaları bulunmaktadır. Takas odaları alım satımın taraflar arasında kurallara uygun bir şekilde gerçekleşmesini garanti etmektedir. Takas arası bu işi her alıcıya satıcı her satıcıya karşı alıcı pozisyonu olarak gerçekleştirmektedir. tarafların sadece bu takas odasına karşı yükümlülükleri bulunmaktadır.

Vadeli işlem piyasalarında satın alınan sözleşme sayısı her zaman satılan sözleşme sayısına eşit olmalıdır. Yeni ödenmemiş kısa ve uzun pozisyonların toplam sıfır olmalıdır. Bu bakımdan vadeli işlem piyasaları kısa vadeli piyasalarından farklılık gösterir zira hisse senedi piyasalarında kısa ve uzun pozisyon toplamı hisse senedi sayısına eşittir. Görüldüğü gibi takas odaları aktif pozisyonda bulunmamakta fakat sistem daha güvenli çalışmasını sağlamaktadır.



Şekil 1

Takas odasının varlığı seviyesinde vadeli işlem yapan kişiler açık pozisyonlarını işledikleri zamanda kapatabilmekle ve ilk yaptıkları işin tam tersini bir başka tüccarla dengeleyebilmektedirler. Takas odalarının kişilere sağladığı bu garanti olmasaydı bu kişilerin açık alım pozisyonlarını kapatabilmek için alış verişi yaptıkları ilk kişiyle daha önceden yaptıkları işlemin tam tersini yapmaktan başka çareleri olmayacaktı.⁵ Vadeli işlem piyasalarındaki takas odalarının varlığı sayesinde artık

5- Mehmet Hakan Sağlam "Altın,Dünya Borsalarında Vadeli Altın İşlemleri" Borsa Kütüphanesi Dizisi: 2, İstanbul, Scola Yayıncılık 1993, s. 55.

bu kişiler herhangi bir başka biriyle pozisyonlarını kapatabileceklerdir.

Borsa üyeleri takas odalarını üye olabildikleri gibi olmayabilmektedirler de. Bu durumda takas işlemleri takas odası üyeleri tarafından gerçekleştirilmektedir. Takas odasına üye olanlar işlemlerini doğrudan gerçekleştirme avantajına sahiptirler.

d) Marj ve Günlük Yeniden Hesaplaşma

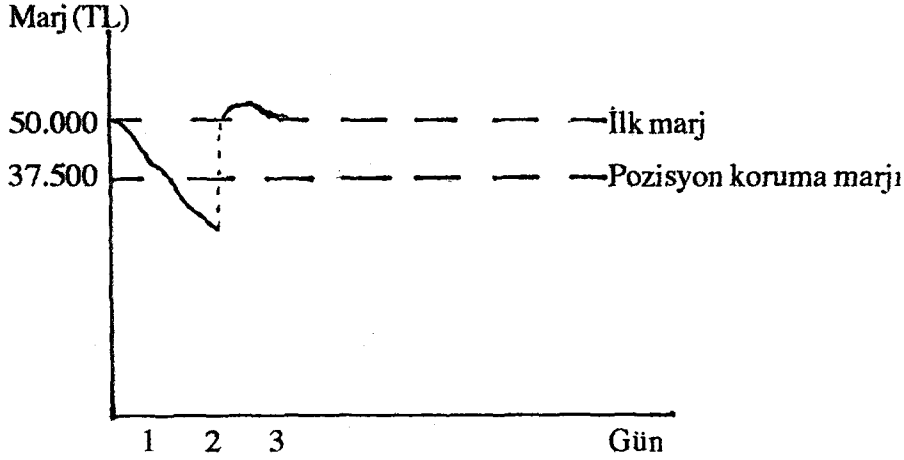
Vadeli işlem piyasalarındaki güvencelerden biri marj uygulamasıdır. Bu piyasalarda alım satım yaparken % 5 civarında günlük değişimlerin alt ve üst sınırları arasındaki fark kadar bir marj ödenmektedir. Bu marj bankaya yatırılmış nakit, banka kredi mektubu veya kısa vadeli hazine bonosu cinsinden de olabilmektedir. Tüccar vadeli işlem piyasasına dayalı yükümlülükleri tamamladığında ilk marj geri verilmektedir.

Marjın küçük olması piyasaya olan ilgiyi arttırmaktadır. Ayrıca “sözleşme yapılan malın günlük fiyatının belirli bir düzeyin altına düşmesi durumunda alıcı ve satıcılar ödedikleri teminatı aynı oranda arttırmak zorundadırlar. Buna “Günlük Yeniden Hesaplaşma” denir.⁶

İki çeşit marj bulunmaktadır. Bunlar ilk marj ve pozisyon koruma marjıdır. İlk marj esas malın % 5’i değerindedir ve bir güne ait izin verilen fiyat dalgalanmalarının miktarına eşittir. Örneğin 1.000.000 TL’lık bir işlemin ilk marjı 50.000 TL’dir.

İkinci marj ise pozisyon koruma marjıdır. İlk marjın % 75’i civarında olan bir marjıdır. Malın piyasa değerindeki düşüş pozisyon koruma marjının altına inerse alıcı taraf marjı ilk marj düzeyine çıkarmak zorundadır. Örneğimizdeki pozisyon koruma marjı 37.500 TL’dir.

⁶ Karşı, s. 204.



Şekil 2
Marj Talebi

Örneğin 1. güne malın toplam fiyatında 10.000 TL'lık düşme olursa bu miktar borsa acentesi (broker) tarafından 50.000 TL'lık marjdan düşülmektedir. Marj hesabında 40.000 TL kalmıştır. 2. gün malın değerinde toplam 5000 TL'lık bir düşüş daha olursa marj hesabı 35.000 TL'na inerek 37.500 TL'lık pozisyon koruma marjının altında bir miktara ulaşmaktadır. Bu durumda borsa acentesi (broker) alıcıdan marj hesabını ilk marj düzeyi olan 50.000 TL'sına çıkarmasını talep eder. 3. gün mal değer kazandığında alıcı 50.000 TL'nın üstündeki miktarı çekerek marjı ilk marj seviyesinde tutabilmektedir.

Eğer alıcı marjı tamamlamayı reddederse sözleşmeyi fesh etmiş sayılmakta, hesabı kapatılmakta borsada iş yapması engellenmektedir.

e) Devir hakkı

İleride teslim şartlı piyasalarda sözleşmenin üçüncü kişilere devredilmesi mümkün değildir. İki tarafın anlaşması halinde sözleşme iptal edilebilmektedir. Vadeli işlem piyasalarında ise sözleşmeler üçüncü kişilere devredilebilmekte yeni off-set edilebilmektedir. Böylece vadeli işlem sözleşmesi alan taraf vadesi gelmeden çeşitli nedenlerle alımdan vazgeçtiği takdirde bu sözleşmeyi üçüncü tarafa

devredebilmektedir. Malın o günkü vadeli işlem fiyatından kâr sağlaması mümkün olmaktadır. Bu durumda sözleşmeyi alan üçüncü taraf yükümlülükleri üstlenmektedir.

1.4- (OPSİYON) SEÇMELİ İŞLEM PİYASASI İLE VADELİ İŞLEM PİYASASI ARASINDAKİ İLİŞKİ

“Opsiyon sahibine belli bir kıymeti belli bir tarihte veya belli bir süre içinde, önceden belirlenen bir fiyattan satma veya satın alma hakkı veren bir sözleşmedir.”⁷

Seçmeli işlem piyasaları vadeli işlem piyasalarının daha gelişmiş bir çeşididir. İki çeşit opsiyon bulunmaktadır. Alım opsiyonu, satım opsiyonu. Alım opsiyonu sahibi belli bir tarihte mal değer kazanmışsa o malı alıp almama hakkına sahiptir. Satım opsiyonu sahibi malın değeri düştüğünde satıp satma hakkına sahiptir.

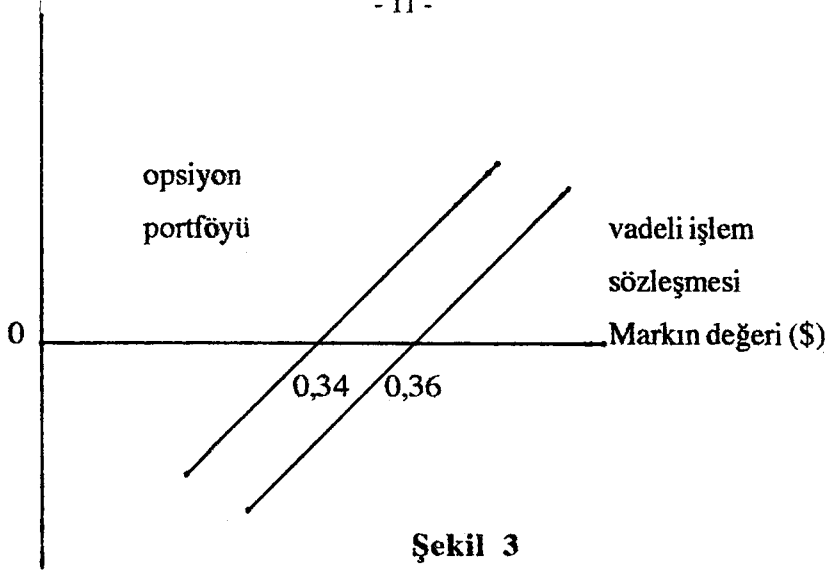
Riskten korunmak amacıyla vadeli işlem piyasasına girilebileceği gibi seçmeli işlem piyasaları da bu amaçla kullanılabilir. Seçmeli işlem piyasasında ki seçme hakkı (opsiyon) sayesinde fiyat değişimlerinin lehte olduğu durumda opsiyon kullanılabilir. Opsiyon hakkı kullanılmadığında fiyattaki düşmeden daha aşağı bir değerdeki opsiyon bedeli kadar zarar edilmektedir. Bu da göreceli olarak düşüktür.

Opsiyon ile vadeli işlem sözleşmelerini şöyle bir örnekte karşılaştırabiliriz:⁸

Yatırımcının marka karşılık bir alım opsiyonu olduğu ve bir satım opsiyonu sattığını böylece bir opsiyon portföyünü dolar cinsinden 0.34 \$'a oluşturduğunu kabul edelim. İkinci durumda yatırımcının opsiyon piyasasına girmeyip o sırada vadeli işlem piyasasına 0.36 \$'lık fiyatta girdiğini düşünelim.

7- Karşlı, s. 210.

8- Kolb s. 381.



Şekil 3

Vadeli İşlem Sözleşmesi ile Opsiyon Portföyünün Karşılaştırılması

Eğer mark vade tarihinde 0.36 \$ olursa vadeli işlem sözleşmesi değersiz olacaktır. Opsiyon portföyü ise mark başına 0,02 \$ kazanç sağlayacaktır. Eğer mark vade tarihinde 0.34 \$ değerinde olursa opsiyon değersiz kalırken, vadeli işlem sözleşmesi mark başına 0,02 \$ zarar edecektir. Sonuçta opsiyon portföyünün vadeli işlem sözleşmesine göre daha iyi performans gösterdiği kesindir. Vadeli işlem fiyatının piyasaya girmeye uygun olmadığı durumda opsiyon piyasasından faydalanılabilmektedir.

Vadeli işlem ile opsiyon boyutları arasındaki bağıntı şu formülle gösterilebilir.

$$C-P = \frac{F-E}{(1+r_F)^T}$$

- C: alım opsiyonu cari fiyatı
- P: satım opsiyonu cari fiyatı
- F: vadeli işlem sözleşmesi fiyatı
- E: Opsiyon toplam işlem fiyatı
- r_F : faiz oranı
- T: vade

1.5- VADELİ İŞLEM PİYASALARI ARASINDAKİ UYGULAMA FARKLILIKLARI

Malların çeşitlenmesi ile birlikte belli mallar üzerinde uzmanlaşmak vadeli işlem borsalarını başarıya götüren önemli bir etken olmuştur. Örneğin A.B.D.'de Chicago Emtia Borsasına (CME) bağlı uluslararası Para Piyasası (IMM) döviz sözleşmeleri alım satımını yapmaktadır. Döviz dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin alım satımına ilk IMM başlamıştır.⁹ İştirakçiler IMM'nin likidite temini için gerekli alım satım hacmine sahip olması nedeniyle IMM'de işlem yapmaya devam etmektedirler.

Ayrıca borsalar sözleşme alım satımlarını kontrol edebilmek amacıyla birbiriyle ilişkili mallar üzerine sözleşme yapmaktadırlar. Örneğin Chicago Board of Trade soya fasulyesi, soya unu ve soya yağı sözleşmeleri arz etmektedir. Böylece iştirakçiler bir sözleşmeyi bir diğeri karşılığında alıp satma imkanına sahiptirler. Eğer CBT sadece soya fasulyesi sözleşmesinin alım satımına imkan sağlasaydı, diğer borsalar soya unu ve soya yağı sözleşmeleri sunarak iştirakçileri kendilerine çekmeye çalışacaklardı.

Bazı durumlarda borsalar kendi piyasalarını oluşturmaktadır. Örneğin buğday için, Amerika'da standart sözleşmeler 5000 kile üzerinden yapılmakta iken Orta Amerika Borsası küçük yatırımcıyı çekmek için 1000 kilelik sözleşmelerin alım satımına olanak vermektedir. Ayrıca borsalar buğdayın değişik tiplerine ait sözleşmelerin alım satımını yapmaktadırlar. CBT 2 numara Yumuşak kırmızı vb. cinsi buğday alırken, Kansas City, borsasına ait sözleşmeler maksimum % 13,5 nem içeren 2 numara Sert kış buğdayı üzerinedir.

Teslimin gerçekleşeceği yer ve dönem de borsaları birbirinden farklılaştıran bir özelliktir. Teslim yerlerinin farklı olması maliyetleri etkilemektedir. Teslim dönemlerine farklılaştırmak borsalar arası rekabeti azaltmak için yararlıdır. IMM altına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin alım satımını Mart, Haziran, Eylül ve Aralık aylarında teslim karşılığında yapmaktadır. Oysa COMEX sözleşmelerinin ki ise Ocak, Şubat, Mart, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralıktır.

Sonuç olarak vadeli işlem piyasalarının başarısı ürün farklılığına, piyasaların coğrafi yerine, belirli mallar için piyasaya erken girmeye, temel malları yeterince bol

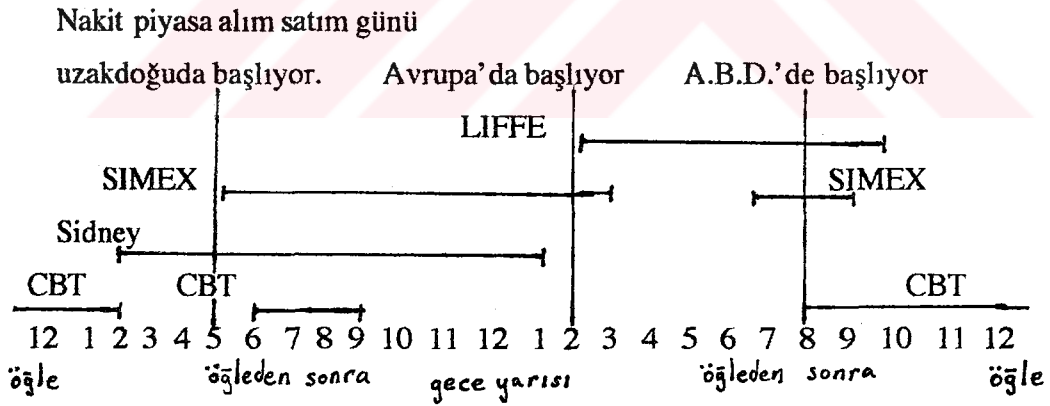
9- Kolb, s. 13.

miktarda teslim edebilmeye, halkın alım satıma gösterdiği ilgiye belirli derecedeki fiyat oynamalarına bağlıdır.

1.6- VADELİ İŞLEM BORSALARININ ULUSLARARASI BAĞLANTILARI

Aralarında saat farkı bulunan birbirinden kilometrelerce uzaktaki borsaların varlığı sayesinde 24 saat alım satım yapmak mümkündür. Örneğin Sinagapur'daki SIMEX ile Chicago'daki CME arasında bir işbirliği anlaşması bulunmaktadır. Böylece bir borsada alım yaparken diğer borsada ters işlem ile pozisyon kapatmak mümkündür. Bu durum yatırımcıya bir gecelik ilişkilere karşı korunma ve likidite arttırabilme imkanı vermektedir.

Şekilde hazine tahviline dayalı vadeli işlemlerin değişik borsalardaki yapılış saatlerini göstermektedir. Dört borsada işlem yaparak günün 24 saati alım satım yapmak mümkündür. CBT akşam işlem yaparak dış borsaların işlem hacminin bir kısmını kendine çekmiştir.



Şekil 4

Birleşik Devletler Hazine tahviline dayalı vadeli işlem sözleşmesi alım satım saatleri (Chicago saati)

1.7- VADELİ İŞLEM BORSALARINDA ÖRGÜTLENME

Vadeli işlem borsaları, borsada işlem yapan üç ana grubun temsilcilerinden seçimle oluşan bir yönetim kurulu tarafından yönetilmektedir. Bu kurul borsanın gelecekteki politikalarını belirlemektedir. Yönetim kurulunu oluşturan 3 grup floor brokerleri veya traderları, aracı kurumlar ve komisyonculardır. Örneğin COMEX yönetim kurulu 22'si COMEX üyesi 25 kişiden oluşmaktadır. Diğer üç kişi ise yönetimin bakış açısını geliştirmek için borsa üyesi olmayan, alanlarında uzman kişilerdir.¹⁰

Vadeli işlem piyasalarının sağlıklı çalışabilmesi için çeşitli denetim teşkilatları tarafından denetlenmektedir. Böylece yasadışı faaliyetlerin piyasada gerçekleşmesi önlenmektedir.

A.B.D.'de Mala dayalı vadeli işlem alım satım komisyonu (CFTC) ulusal vadeli işlem birliği (NFA) borsaların kendileri ve takas odaları bu denetim işlerini gerçekleştirmektedir.

CFTC dört senede bir kongre'den aldığı yetkiyle görevine devam etmektedir. Yeni sözleşmelerin onaylanması sözleşmenin ekonomik amacını yerine getirip getiremeyeceğinin kontrolü günlük fiyat dalgalanmalarının izin verilen limitlerinin saptanması, teslim işlemine ait belirleyici nitelikleri içeren alım satım kurallarının saptanması, üyelikten ihraç ile ilgili şikayetlerin incelenmesi usulsüz işlemlerin kontrolü CFTC'nin görevleri arasındadır. Borsa ve takas kurumu ise borsa içi işlemleri denetlemekte, marj taleplerini değiştirebilmekte, CFTC'nin onayına bağlı olmak şartıyla çeşitli kurallar geliştirmektedir. Borsalar ayrıca hayali alım satım yapma, yanlış ve yanıltıcı haber yazma, kendi veya başkasının çıkarına emirleri piyasadan gizleme, yanlış bildirimde bulunma gibi yasadışı faaliyetleri engellemekte, piyasanın güvenilirliğini korumaktadır. NFA ise gerekli sermayeye sahip olmayan kuruluşlar uyarmakta, alım satımlar ile ilgili kuralları belirlemektedir. Bir üyeyi üyelikten çıkarma firmanın veya kişinin alım satım yapmasına engel olma hakkına sahiptir. Bunlardan başka vadeli işlem piyasalarında işlem yapan kişi ve kuruluşların eğitim alanlarının saptanmasında NFA tarafından gerçekleştirilmektedir.

10 - Dünyanın en büyük vadeli altın borsası COMEX, Para, Para Para dergisi, cilt I, No: 9, s. 60.

Piyasada yasa dışı faaliyetler gerçekleşirse piyasaların güvenilirliği zedelenmektedir. Bu olumsuz durum nedeniyle riskin etkili transferi gerçekleşmemekte fiyat saptamalarda hatalar olmaktadır. Bu nedenle böyle bir piyasa başarısız olmaktadır.

CFTC ayrıca piyasayı sıkıştırma içerden bilgi olarak alım satım yapma gibi yasadışı faaliyetleri engellemektedir.

a) Piyasayı Sıkıştırma

Bu durum açığa satış yapan tüccarın yükümlülüklerini ters işlem veya mal teslim ederek yerine getiremediği zaman ortaya çıkmaktadır. Buna uzun pozisyonların piyasayı kişiye sıkıştırması denmektedir.¹¹ Bir veya bir grup tüccar uzun pozisyon oluşturmakta, teslim tarihi geldiğinde açığa satış yapanların yükümlülüklerini yerine getirmek için yeterli malı bulamamaları sonucu fiyatlar yükselmektedir. Bunun üzerine uzun pozisyon alanlar bu yüksek fiyatlarla açığa az satış yapanlarda ters işleme girmekte ve kazanç sağlamaktadırlar.

Elbette bu durum fiyatların sunî olarak yükselmesine neden olmaktadır. Bunun sonucunda riskten korunmak için piyasaya girenler zarar görmektedirler.

b) İçerden Öğrenenlerin Ticareti

Bu, önemli ve kritik yerde görevde bulunan kişilerin piyasadaki sıradan kişilerin bilemeyeceği bilgileri kullanarak alım satım yapmaları anlamına gelmektedir. Bu kişiler sahip oldukları bilgi sayesinde alım ya da satım zamanlamasını doğru olarak yapmakta ve büyük kazanç sağlamaktadırlar. Bu haksız uygulama diğer iştirakçılara zarar vermektedir. Fakat içerden bilgi sızdırarak alım satım yapmanın likiditeye ve piyasa verimine katkıda bulunduğu iddiası da mevcuttur.¹²

11- Kolb, s. 23.

12- Kolb, s. 24; (S. Grossman "An Analysis of The Role of Insider Trading on Futures Markets" Journal of Business 1986 Vol 59, No: 2, Part 2, s. 129, 146).

1.8- VADELİ İŞLEM PİYASALARI KATILIMCILARI

Vadeli işlem piyasaları katılımcıları salon içinde ve dışında işlem yapanlar olarak iki ana gruba ayrılmaktadır.

1.8.1 Borsa dışındaki katılımcılar

1.8.1.1. Borsa Komisyoncuları ve Tanıştırıcı Brokerlar

Borsa dışında bulunan kişilerin vadeli piyasalarda yapacakları alış veriş işlemlerine aracılık eden seans salonu ile bağlantı kurmalarına yardımcı olan kişi ve kuruluşlara “borsa komisyoncusu” denilmektedir.¹³ Tanıştırıcı brokerlar ise alış ve satış emirlerini borsada yetki sahibi aracı kurumlar vasıtasıyla gerçekleştirmektedirler. Sadece müşteri emirlerini yerine getiren brokerlar olduğu gibi müşterilerine öneriler yapan broker tipide vardır.

1.8.1.2- Ticari Danışmanlar

Vadeli piyasalarda alım satım yapanlara tavsiyeler de bulunan ticari danışmanlar müşterilerini yönlendirmektedirler. Fakat bu yönlendirmeler Vadeli Mal İşlemleri Komisyonu (CFTC) tarafından piyasanın güvenilirliğini sağlamak amacıyla denetlenmektedir.

1.8.1.3- Ticari Mal Operatörleri

Bu kişiler müşterilerden kaynak sağlayarak bu kaynağı vadeli işlem piyasalarında yatırım yaparak kullanmaktadırlar. Alanlarında uzman olan operatörler malî kaynağın yönlendirilmesi ile ilgili kararları kendileri vermektedirler.

13- Sağlam, s. 60.

1.8.2. Borsa İçindeki Katılımcılar

1.8.2.1- Brokerlar

Borsa komisyoncularının görevi seans salonundaki brokerların müşterilerinin emirlerini mümkün olan en iyi fiyattan ve en kısa zamanda yerine getirmektedir.

Müşterinin alış satış emri, telefonlara cevap veren görevli tarafından brokera el işaretleri veya yazılı olarak ulaştırılmaktadır.¹⁴ Prosedür'ün uzun olması nedeniyle yüksek işlem hacmi ile alım satım yapan bazı müşteriler brokerlar ile doğrudan telefon bağlantısı kurabilmektedir.

Brokerlar gerçekleştirdikleri işlemlerden belli bir komisyon almaktadırlar. Kendileri için alım satım yaptıkları ikili alım satım durumlarında mevcuttur, fakat bu durum bazı piyasa hilelerine yol açabilmektedir.

1.8.2.2- Spekülatörler ve Piyasa Düzenleyicileri

Spekülatörler mal fiyatlarındaki iniş çıkışları takip ederek belli bir riski üstlenerek bazı mallara belli kâr beklentisiyle yatırım yapan kişilerdir. Spekülasyon bölümünde spekülatörler hakkında daha geniş bilgi verilmiştir.

“Piyasa düzenleyicileri fiyatlar düşük iken alım yüksek iken satan talebin gevşek zamanında alım yaparak talip yaratan, arın kıt zamanında satış yaparak arz yaratan kişiler ya da kuruluşlardır.”¹⁵ Piyasa düzenleyicileri alım satım yapmak amacıyla kendileriyle görüşen kişilere (ve spekülatörlere) değişik fiyat ve yatırım çeşitleri sunmaktadırlar ve alım satımın yerine getirileceğine dair güvence vermektedirler. Piyasa düzenleyicilerinin spekülatörlerden aynı tutulmasını sağlayan en büyük özellik piyasa düzenleyicilerinin kısa süreli alış veriş işlemlerine girişmesidir.¹⁶

¹⁴- Sağlam, s. 67.

¹⁵- Karşlı, s. 192.

¹⁶- Sağlam, s. 69.

1.8.2.3- Temsilci Yardımcıları ve Ulahlar

Temsilci yardımcıları ve ulahların görevi müşterilerden telefonla gelen emirleri brokera ulaştırmaktır. Bir brokerin iki yardımcısı bir ulağı vardır. Telefonda emri alan yardımcı emirin basitliği veya karmaşıklığına göre el işareti veya yazılı olarak ulak vasıtasıyla emiri brokerin yanındaki yardımcıya iletmektedir. Bu yardımcıda daha sonra piyasanın durumunu telefon başındaki yardımcıya aynı şekilde iletmektedir. Büyük borsalarda karışıklığı önlemek için brokerlar kırmızı ceket, yardımcıları ve ulahlar sarı ceket giymektedirler.

1.8.2.4- Borsa Personeli

Gözlemci statüsündeki bu kişiler piyasayı yakından takip etmektedirler. Bu kişiler elde ettikleri bilgileri daha sonra çeşitli haker ajanslarına ve finansal veri servislerine aktarmaktadırlar. Bu sayede borsa dışındaki yatırımcılarda fiyatlar hakkında bilgi sahibi olmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

VADELİ İŞLEM PİYASALARINDAKİ EMİR ÇEŞİTLERİ

2.1- Serbest Emirler

Bu Emir brokera uygun gördüğü fiyattan alım satım yapma yetkisi vermektedir. Alım ya da satım için herhangi bir şartın oluşması beklenmediği için piyasada işlem yapmak kolaydır. Fakat alım ya da satım emrinin brokera ulaşması sırasında geçen kısa süre fiyat oynamalarının fazla olduğu zamanlarda müşterinin alım ya da satımı esas arzuladığı fiyattan yapamamasına yol açmaktadır. Kısacası müşteri fiyat dalgalanmasını zamanında yakalayamayabilmektedir. Ayrıca serbest emir alan bir broker görevini kötüye kullanabilmektedir. Kendi adlarına da alım satım yapan brokerlar fiyat düşüşlerinin yaşandığı zamanlarda yüksek fiyat satılan malları kendi hesaplarına düşük fiyatla satılanları müşterileri hesabına yazarken, fiyatların yükseldiği zamanlarda düşük fiyat alınan malları kendi hesaplarına, yüksek fiyata alınan malları da müşterilerinin hesabına yazabilmektedirler.

2.2- Limitli Emirler

Yatırımcı limitli emirler ile işlemin yapılacağı fiyatı doğrudan brokera bildirmektedir. Yatırımcı alış yapacağı zaman alımın “X” fiyatı ya da onun altında bir fiyattan yapılmasını istemektedir; satış yapacağı zamanda, satışın “y” fiyatı ya da daha yüksek bir fiyata gerçekleşmesini yatırımcı brokerdan talep etmektedir.

Bu emir çeşidinde yol açtığı bazı olumsuz durumlar mevcuttur. Örneğin broker 70 cent bakır sözleşmesi alması emri verildiğini varsayalım. Fiyatın 72 cente yükselmesi durumunda satış yapan brokerin 70 cente sattığını iddia etmesi durumunda çeşitli olumsuzluklar gerçekleşmektedir.

Ayrıca limitli emirde belirtilen limit fiyatın piyasada oluşmaması durumunda alım satım yapılamamaktadır.

2.3- Beklemeli Emirler

Beklemeli emirler mevcut bir vadeli işlem pozisyonundaki kayıpları sınırlamak amacıyla kullanıldığı gibi kâr ve zararın frenlenmesi veya yeni bir pozisyona girmek amacıyla da kullanılabilir. ¹⁷ Piyasa fiyatı istenen fiyata geldiğinde beklemeli emir serbest emir haline dönüşmektedir. Vadeli piyasada mal satanlar fiyat yükselişlerinden zarar etmemek amacıyla piyasa değerinin üstündeki bir fiyattan beklemeli alım emri vermektedir. Mal alanlar ise beklemeli satış emrini fiyat düşüşlerinden korumak amacıyla piyasa değerinin altında bir fiyattan vermektedirler. Örneğin vadeli işlem piyasasında 17 \$'a petrol sözleşmesi satan bir kişi 20 \$'a beklemeli alım emri koymakta petrol fiyatının 20 \$'a ulaştığı alanda alım yaparak daha büyük bir zararla karşılaşmamayı amaçlamaktadır.

Limitli alım emri ile beklemeli alım emri arasındaki fark limitli alım emrinde malın limit fiyatından ya da fiyatın altında bir fiyattan satın alınması gerekirken beklemeli alım emrinde mal beklemeli alım fiyatından veya bu fiyatın altındaki veya üstündeki herhangi bir fiyattan alınabileceğidir. Limitli satış emirlerinde ise mal limitten veya bu fiyatın üstündeki bir fiyattan satılırken, beklemeli satış emirlerinde mal beklemeli satış fiyatından veya bu fiyatın altında veya üstünde belirlenecek herhangi bir fiyattan satılabilmektedir. ¹⁸

2.4- Kesin Fiyatlı Emirler

Adından da anlaşılacağı gibi alım ya da satım fiyatı kesin olarak brokera bildirilmiştir. Bu fiyatın altında ya da üstünde bir fiyatın piyasada olması durumunda alım ya da satım yapılmamaktadır. Piyasada istenen fiyat oluşmasına rağmen istenen sayıda sözleşme olmaması bulunan sayıda sözleşme satın alınmaktadır.

2.5- Piyasa Kapanış Emri

Gün içinde işlem süresinin sona ermesine yakın vadeli işlem piyasalarında

17- Sağlam, s. 95.

18- Sağlam, s. 97.

büyük bir hareketlilik görülmektedir. Gece pozisyon koruma riskine girmek istemeyenler aldıkları malı daha yüksek fiyattan satarak ya da sattıkları malı daha düşük fiyattan alarak pozisyonlarını kapatmayı amaçlamaktadırlar. Bu nedenle kapanış fiyatından alım satım yapma emirleri verilmektedir.

2.6- Piyasa Açılış Emri

Piyananın açıldığı andaki fiyattan alım ya da satım yapılması için verilen emirlere piyasa açılış emri denilmektedir. Gün içinde gerçekleşmesini tahmin ettikleri durumlara göre brokerlara hemen ilk fiyattan alış ya da satış emri verilmektedir. Bu emir piyananın açıldığı an için geçerlidir. Herhangi bir nedenle o anda ek işlem yapılmaması durumunda emir iptal olmaktadır. Bu emir açılıştan itibaren “X” kadar sürede yerine getirilmelidir, şeklinde bir emirde verilebilmektedir.

2.7- İptalli Emirler

İki emrin birarada verildiği durumda emirlerden birinin yerine getirilmesi durumunda öteki otomatik olarak iptal edilmektedir. Örneğin piyasada 90 cente bakır sözleşmesi satılırken, tüccarın 80 centten satış 1 \$’dan alış emri verdiğini varsayalım. Fiyat 1 \$’a yükseldiğinde broker alımı gerçekleştirecek öteki emiri iptal edecektir. Burada yüksek fiyattan alım yapılmasının nedeni Spekülatörün fiyatın daha artacağını beklemesinden veya analiz etmesinden kaynaklanmaktadır.

2.8- Koşullu Emirler

Farklı türde vadeli kontratlarla ilgilenen kişiler koşullu emirleri yoğun şekilde kullanmaktadırlar. Örneğin dolar mark partisine bağlı olarak altın sözleşmesi almak isteyen biri bu koşullular emir vermekte, hangi durumlarda sözleşmeleri alabileceğini belirtmektedir. Koşulların artması yani hem daha mark paritesi, hem de altın fiyatı için limitli emir verilmesi durumunda bu iki şartın aynı anda gerçekleşmesi güç olduğundan alım satım işlemi yapılamamaktadır.¹⁹

19- Sağlam, s. 100.

2.9- Spread Emirleri

Aynı mala ait farklı vadeli sözleşme fiyatları arasındaki farktan faydalanmak için yapılan alım satımlara “spread” denilmektedir. Uygulama yakın tarihli sözleşmenin alınıp uzak tarihli sözleşmenin satılması emri verilmesi ya da yakın tarihli sözleşmenin satılıp uzak tarihli sözleşmenin satın alınması prensiplerine dayanmaktadır. Spread bölümünde bu konuyla ilgili örnekler verilmiştir.

2.10- Sözleşme Değişirme Emri

Bu emir bir sözleşme ayından diğerine hareket etmede kullanılmaktadır. Sözleşme sahibi elindeki sözleşmeden vade bitiminden sonraki ayda fiyat avantajı sağlayacağına inanırsa elindeki sözleşmeyi vade tarihinde tasfiye etmekte sonra tekrar satın almaktadır. Daha sonra aldığı bu sözleşmeyi bir sonraki ay teslim edilmek üzere piyasada satmaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

VADELİ İŞLEM PİYASALARININ KULLANIM AMAÇLARI

Vadeli işlem piyasaları bir takım sosyal amaçlara hizmet ettiği için varlıklarını sürdürmektedir. Vadeli işlem piyasalarının kullanım amaçlarını üç grupta toplamak mümkündür:

1- Fiyatlar Hakkında Bilgi Edinmek

Gelecekteki harcama planlarını ve yatırımları saptamak isteyenler herhangi bir malın gelecekteki fiyatını olabildiğince doğru tahmin etmek istemektedirler. Bu nedenle de o mala ait vadeli işlem fiyatlarını takip etmektedirler.

2- Riskten Korunmak

Yatırımın veya tüccarın riskten korunmak amacıyla vadeli işlem piyasalarında işlem yapması çok karşılaşılan bir durumdur. Örneğin buğday alıcısı bir tüccar önceden aldığı buğdayın fiyatının teslim tarihinde piyasa fiyatının anlaşmadaki fiyatın altına düşmesi olasılığına karşı vadeli işlem piyasasına aynı vade ile satıcı pozisyonuna girecektir. Gerçekte karşılaşılabileceği zararı vadeli işlem piyasasından elde edeceği kazançla kapatacaktır. Böylece anlaşma ile teslim arasında geçen sürede olacak fiyat dalgalanmalarından etkilenmeyecektir.

3- Spekülasyon Yapmak

“Vadeli işlem piyasalarının esas işlevi fiyat oynamaları riskini bu riske katlanmak isteyen iştirakçilere aktarmaktır.”²⁰ Bu riske katlanmak isteyen iştirakçilere spekülâtör denmektedir. Spekülâtörler piyasaya likidite sağladıkları için

20- Ünal Bozkurt, Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi, İstanbul İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No: 4, 1988, s. 266.

önemli bir görev üslenmişlerdir. Spekülatörler gelecekteki fiyatı doğru tahmin ettikleri inancıyla piyasada alım satım yapmaktadırlar. Girdikleri riskten kazanç sağlamayı amaçlamakta, bu sayede piyasada arza katkıda bulunarak fiyatların istikrarlı olmasına yardımcı olmaktadır.

Vadeli işlem piyasalarının kullanım amaçlarını üç grupta topladıktan sonra her bir grubu daha detaylı olarak inceleyebiliriz :

3.1- FİYATLAR HAKKINDA BİLGİ EDİNMEK

Vadeli işlem piyasalarındaki fiyatlar, yatırımcılar ve halk için yol gösterici niteliktedir. Bu fiyatların yararlılığı üç etkene bağlıdır. Gelecekteki fiyatlara ait bilgiye olan ihtiyaç, fiyatlara ait piyasa tahminlerinin doğruluğu ve vadeli işlem piyasa tahminlerinin alternatif tahmin tekniklerine göre performansı.

3.1.1. Bilgi

Çeşitli malların belli bir dönem sonundaki fiyatını, faiz oranlarının durumunu bilmek yatırım yapacak olanlar için çok önemlidir. Bu fiyatı spekülasyon yapmak için merak edenler alabileceği gibi sıradan insanlarda bir malın fiyatı hakkında bilgi alabilmek için vadeli işlem piyasalarını takip etmekte, incelemektedirler.

Örneğin ev almak isteyen bir kişi, maddi durumu yetersiz ise borç almak durumundadır. Eğer faiz oranları yüksek ise bay x böyle yüksek oranda bir borcun altına girmek istemeyecektir. Yakın bir tarihte faiz oranı düşerse borç almak bu kişi için daha uygun olacaktır. Bu durumda Bay x uzun vadeli devlet tahviline dayalı vadeli işlem sözleşmesi fiyatlarını inceleyecektir. Eğer tahvilin faiz oranı bugünkü faiz oranından yüzde üç puan düşükse bu durum gelecekteki altı ay içinde faiz oranlarının düşeceğini tahmin etmek için iyi bir neden olacaktır. Bu durumda Bay x'in bir kaç ay beklemesi lehine olacaktır.²¹

Elbette vadeli işlem fiyatlarının gelecekteki spot fiyatın doğru bir göstergesi olabilmesi için bu fiyat tahminlerinin tarafsız ve doğru olması gerekmektedir.

²¹ - Kolb, s. 74.

3.1.2. Doğruluk

Ne yazık ki vadeli işlem fiyatları ile ilgili tahminler her zaman tam olarak doğru olmamaktadır. Vadeli işlem fiyatlarında görülen dalgalanmalar bu fiyatlara olan güvenilirliği zayıflatmaktadır. Bu hataların en önemli nedeni, piyasaya yeni bir bilgi girişi olduğunda vadeli işlem fiyatlarının bu duruma göre ayarlanması, ve fiyat dalgalanmaları oluşmasıdır.

3.1.3. Performans

Vadeli işlem piyasalarını esas alan bu tahminler fiyat dalgalanmaları nedeniyle her zaman doğru olmadığı halde yine de diğer tahmin yöntemlerinden geri kalmamaktadır. Örneğin döviz konusunda vadeli işlem fiyatları diğer tahmin yöntemlerine göre daha başarılı olmuştur.²²

Bu yüzden tahmine ihtiyaç duyulduğunda vadeli işlem fiyatları daha güvenilir gözükmektedir.

3.2- RİSKTEN KORUNMA (HEDGING)

Vadeli işlem piyasalarında iki tür iştirakçi vardır. Bunlar riskten korunmak için piyasaya girenler ile fiyat hareketlerinden kazanç sağlamayı amaçlayan spekülâtörlerdir. Böylece bu piyasalardaki fiyat oynamaları riski üstlenmek isteyenlere aktarılmaktadır.

Vadeli işlem sözleşmesindeki riskten korunma, başka şartlarda ilerde yapılmak istenen alım veya satım sözleşmelerinin yerine kullanılan, mal borsası tarafından oluşturulan ve denetlenen standart şartlı alım veya satım sözleşmesi yapmaktır. Daha sonra riskten korunmak isteyen standart alım ya da satım sözleşmesinden daha iyi şartlarda yeni bir sözleşmeyi (bir kaç ay sonra) yapmaya çalışacaktır. Bu ikinci sözleşme yapılırca riskin korunmak isteyen birinci sözleşmenin off-set'i için çalışmaktadır. Öyle ki teslim sadece ikinci sözleşmeye göre yapılmaktadır. Efektif

22- Kolb, s. 75.

fiyat öncelikle ilk sözleşme tarafından belirlenir; ikinci sözleşmenin yerine getirilmesinin sonucu olarak ilk sözleşmeye bağlı fiyat tarafından belirlenen bir miktarı riskten korunmak isteyen ödemekte veya almaktadır.²³ Bu miktar ikinci sözleşmenin yapıldığı zamanda belirlenen artı veya eksi fiyat farkını ve iki sözleşme arasındaki malın cinsine ve belirtilen teslim yerine bağlı farklılıklara yansıtmaktadır.

Vadeli işlem piyasalarında riskten korunma dört farklı nedene dayanmaktadır.

a) Riskten korunma çalışması alım satım kararlarını kolaylaştırmaktadır. Sistematik riskten korunma yapıldığında alım veya satımın yapılacağı fiyat diğer cari fiyatlarla uygun bir ilişkidir diye incelemek yeterlidir. Fiyatın mutlak düzeninin uygunluğunu incelemeye gerek yoktur.

b) İş hareketleri için daha fazla serbestlik riskten korunma faaliyeti ile sağlanmaktadır. Bu serbestlik malın göreceli olarak düşük olduğu fiyatta sağlanmaktadır. Örneğin pamuk üreticisinin hasadı önceden vadeli işlem piyasasında satması veya tekstil fabrikası sahibinin fiyatı gelecekteki spot piyasadakinden daha uygun görüp pamuk alması gibi. Bu tip riskten korunmanın esas fonksiyonu risk kabulünün zamanlanmasında serbestlik yaratmasıdır.

c) Fazla malın depolanmasını idarede kolaylık sağlamaktadır. Stokları depolama, fiyatın depolama için ne zaman uygun olduğunu muhakeme etmeye dayalı olduğu için belirsiz ve şansa bağlı bir iştir. Spot fiyatın vadeli fiyata göre düşük olduğunu temel alan operasyonları riskten korunmak isteyenler uygularlar.

d) Riskten korunma faaliyetleri sayesinde iş riskleri de azaltılmaktadır. Bu faaliyetlerin esas amacı riskten kurtulmak değil, kazancı garanti etmektir.

3.2.1. RİSKTEN KORUNMA TÜRLERİ

3.2.1.1- Carrying Charge Hedging

(Üstlenilen yükümlülükte riskten koruma)

Bu tür riskten korunma üretim ve satma işine ait işlemleri kolaylaştırmaktan çok depolamadan elde edilen direkt kazanç için, elde tutulan mal stoğuna bağlı olarak yapılmaktadır. Carrying charge hedging'in esas amacı fiyat düzeyindeki değişimleri

²³- Chicago Board of Trade, "Selected Writings of Holbrook Working" USA, 1977, s. 137.

önceden görerek kazanç araştırma işlemini fiyat ilişkilerindeki değişimini önceden görerek kazanç elde etme işlemine dönüştürmektedir.

Malı hammadde olarak kullananlar veya üreticiler depolama yükümlülüğünü üstlendikleri zaman fiyat düzeyindeki değişimi önceden tahmin ederek kazanç sağlamaya çalışacaklardır. Bu durumda cinse kaliteye ve bulunulan yere bağlı olarak fiyat farklılıklarına yakın ilgi göstermesi gereken işlerin sahibi olan tüccar fiyat ilişkilerinin değişimlerinin önceden tahmin ederek depolama kazancı sağlayacaktır. Bu tip riskten korunma metodunu kullananlar spot fiyat ile vadeli işlem fiyatı arası farktaki değişime dayanarak işlem yapmakta; kararları depolama (elde tutma) yapıp yapmamaktır.

3.2.1.2- Operational Hedging (İşlemsel Riskten Korunma)

Bu riskten korunma türü ticari işlemlerin gerektirdiği işlemleri kolaylaştırmak için yapılmaktadır. Bu işlemin yapıldığı aralıklar kısa olduğu için risk azaltma miktarı çok küçük olma eğilimindedir.

Un değirmeni sahibinin yaptığı uygulama operational hedging'e örnek verilir. Bu konuda, alım satım kararlarını, mutlak düzeye göre vermek yerine diğer buğday fiyatlarına göre yorumlayarak, vermek daha kolaydır. Benzer şekilde potansiyel un alıcısının teklif ettiği fiyatı ileride buğdayı satın alırken ödenecek fiyata göre yapmaktansa, o anda ki buğday fiyatına göre muhakeme etmek daha kolaydır. Riskten korunma çalışmasında alım satım kararlarını cari fiyat ile vadeli işlem fiyatı farkına göre vermek daha uygundur. Çünkü bu fark fiyata göre daha az dalgalanmaktadır.

3.2.1.3- Selective Hedging (Tercihli Riskten Korunma)

Bu tip riskten korunma fiyat beklentilerine göre riskten korunma işleminin yapılıp yapılmayacağına karar verme esasına dayanmaktadır. Fiyat düşüşü umulduğu zaman riskten korunma çalışması yapılmaktadır. Bu uygulamanın esas amacı riskten kaçınma değil, tam anlamıyla zarardan, kayıptan kaçınmadır. Riskten korunma

uygulamasının büyüklüğü tahıl piyasasında tahıl ambarlarının raporlarına bakılarak kararlaştırılmaktadır. Satılmayan stoklara üzerine riskten korunma yapıp yapılmayacağına karar verme hakkına sahip olunmaktadır. Tahıl ve pamuk ticareti dışında A.B.D.'de tercihli riskten korunma çok yaygındır ve vadeli işlem piyasasındaki kısa pozisyonlu riskten korunmaların büyük bölümü bu tip riskten korunmadır.²⁴

Riskten korunma seçilerek yapıldığı zaman her bir firmanın sağladığı avantaj bu uygulamanın sağladığı zarardan sakınma miktarı ile ölçülmektedir. Bu uygulama fiyat değişimlerini mantıklı olarak önceden görebilen ticari veya işlemci firmalara büyük avantajlar sağlamaktadır. Ekonomik olarak selective hedging de, carrying charge hedging ve operational hedging'e göre mal sahiplerinin fiyat oluşturma işlemine katılımlarının etkinliği daha fazladır.

Selective hedging mevcut stoğu elde tutanlar ve riskten korunmayarak uzun pozisyon alanlardan kaynaklandığı için vadeli işlemlerin spekülatif kullanımı az miktarda fiziki stok tutmaya ihtiyaç duyan dealerlerden kaynaklanmaktadır.

3.2.1.4. Anticipatory Hedging

Bu tip riskten korunma fiyat tahminleri ile yönlendirilmektedir ve selective hedging'den farklıdır; çünkü riskten korunma sözleşmesi off-set etmek denilebilen resmi bir ticari taahhüt veya denk bir mal stoğu ile benzeşmemektedir. İki esas şekli vardır. Bunlardan biri işlemin veya üreticiler tarafından hammadde ihtiyacını karşılamak için elde edilen satın alma sözleşmeleridir. Bu durumda riskten korunma sözleşmesi ticari sözleşmedeki hammaddenin hemen satın alınması için bedel olarak kullanılmaktadır. İkinci şekil ise üretimin tamamlanmasından önce üretici tarafından vadeli işlem piyasalarında kullanılan satış sözleşmeleridir. Bu durumda riskten korunma sözleşmeleri üretim sırasında kullanılan kendine özgü malların ileride teslim şartlı satışı için bedel olarak kullanılmaktadır. Yani anticipatory hedging daha sonra yazılacak ticari sözleşmenin yerine geçici olarak kullanılmaktadır. Bu tip riskten korunmanın amacı cari fiyattan avantaj sağlamak olarak açıklanabilmektedir.

²⁴- CBT, s. 251.

Uzun pozisyonla riskten korunmalarda yukarıda açıklanan anticipatory hedging yaygındır. Buna örnek olarak gümüşe ihtiyaç duyan bir film üreticisinin durumunu gösterebiliriz. Film üreticisi gümüş fiyatlarındaki dalgalanmalardan korunmak için şöyle bir yol izleyebilir.²⁵

Tablo 3

10 Mayıs'taki gümüş fiyatları

	Fiyat \$/ons
Spot	1052,5
Temmuz	1068
Eyül	1084

Tablo 4

Gümüşte Uzun Pozisyonlu Riskten Korunma

	Nakit Piyasa	Vadeli İşlem Piyasası
10 Mayıs	İki ay içinde 50.000 ons'a ihtiyacı olduğunu tahmin edip, ons başına 1068 cent toplam 534.000 \$ ödemeyi umuyor	Onsu 1068 cent'ten 5000 onsluk 10 adet Temmuza ait vadeli işlem sözleşmesi satın alıyor
10 Temmuz	Şimdi, gümüşün spot fiyatı ons başına 1071 cent'tir. İmalatçı 50.000 ons satın alarak 535.500 \$ öder.	Vadeli işlem sözleşmesinin vadesi dolduğu için vadeli işlem ve spot fiyatlar birbirine eşittir ve 10 sözleşme onsu 1071 cent'e satılmaktadır.
	Fırsat kaybı (1500 \$)	Vadeli İşlem kazancı: 1500 \$

Kaynak : Kolb. s. 97.

²⁵ Kolb, s. 96.

3.2.1.5. Pure risk-avoidance hedging

(Tam Anlamıyla Riskten Korunma)

Vadeli işlem piyasalarının ilk dönemlerinde önemli rol oynayan bu tip riskten korunma modern iş uygulanasında fazla kullanılmamaktadır. Kayıtların eksikliği nedeniyle riskten korunmanın ne ölçüde tam anlamıyla yapıldığını ve ne ölçüde fiyat değişimlerinden doğan zararı telafi etmek için selective hedging olarak yapıldığını bilmek imkansızdır.²⁶

3.2.2. RİSKTEN KORUNMA UYGULAMASININ EKONOMİK ETKİLERİ

1- Riskten korunma uygulaması iş risklerini azaltmaktadır. Yalnızca aşırı mal stoğu tutmaktan veya fazla sayıda ileride teslim taahhüdüne girmekten kaynaklanan risk miktarı azaltılmaz, aynı zamanda yukarıda sayılan işlemlerin mantıksızca yapılmasına yol açtığı risklerde azaltılmış olur.

2- Riskten korunma uygulaması sayesinde spot fiyat hareketleri azaltılmaktadır. Bu da riskten kaçınan iştirakçinin spot piyasa ile vadeli işlem piyasası arasındaki bağlantıyı kullanmayan satıcıdan daha iyi ve doğru muhakeme yapmasından kaynaklanmaktadır.

3- Riskten korunma uygulaması büyük çiftlik üreticileri içinde ekonomik bakımdan önemlidir. Bu sayıda fazlalık zamanında ürünü stok etmek, depolamayı ekonomik olarak gerçekleştirmek, ve uygun zamanda tüketim için bu ürünü kullanmak ekonomik açıdan mümkündür.

3.2.3. RİSKTEN KORUNMADA DİKKAT EDİLMESİ GEREKLİ NOKTALAR

Riskten korunmak için spot piyasada satış vadeli piyasada alış pozisyonunda olanlar için şu durumlar geçerlidir.²⁷

²⁶- CBT, s. 252.

²⁷- Sağlam, s. 231-232.

a) Fiyatların aynı kalması veya düşmesi durumunda riskten korunmak isteyenlerin spot piyasadan alım yapması daha avantajlıdır.

b) Fiyatların yükselmesi durumunda riskten korunmak isteyenler amaçlarına ulaşmakta buna karşılık depolama ve finansman yükümlülüğü de karşılaşmaktadır.

Spot piyasada alış ve vadeli piyasada satış pozisyonunda ise :

a) Fiyatların aynı kalması durumunda depolama ve finansman masrafından kurtulan riskten korunanlar daha avantajlıdır.

b) Fiyatların düşmesi halinde, vadeli piyasadaki satış işlemi riskten korunmak isteyenlerin amaçlarına ulaşmasını sağlamaktadır.

c) Fiyatların yükseleceğini tahmin etmeleri durumunda riskten korunma işlemine girişmemeleri daha doğru olacaktır.

3.3. SPEKÜLASYON

Maruz kaldığı riski arttırması karşılığında kazanç elde etme amacıyla piyasaya giren kişilere spekülâtör denmektedir. Bu hareketleri de spekülasyon yapmak olarak isimlendirilmiştir. Bir spekülâtör herhangi bir malın bugünkü vadeli işlem fiyatının gelecekteki spot fiyatından daha düşük olduğuna inanırsa vadeli alış yapmakta, daha fazla olduğuna inanırsa vadeli satış yapmaktadır. Doğru tahminde bulunursa spekülâtör kâr etmektedir.

3.3.1. SPEKÜLASYON TİPLERİ

3.3.1.1. Arz ve Talep Haberlerine Dayalı Spekülasyon

Bu tip spekülasyonu gerçekleştirenler ikiye ayrılmaktadır: Fiyat düzeyi tüccarları (pricer level traders) ve habere bağlı tüccarları (news traders). Fiyat düzeyi tüccarları fiyat düzeyi hakkında muhakeme yapmalarına yardımcı olacak haber ve belgelerle ilgilenmektedirler. Habere bağlı alım satım yapanlar ise beklenen arz ve talep değişimlerinin belirtilerini veren haberler ile ilgilenmektedirler. Bu tip iştirakçiler dikkatlerinin büyük kısmını işe yarar haberleri takip etmede yoğunlaştırmaktadırlar. Fiyat düzeyi tüccarları birkaç hafta hatta ay önceden fiyat değişimini

farkedilmektedirler. Fakat habere bağılı tüccarlar elde ettikleri yeni bilgiyi ve haberleri yayma eğilimindedirler. Bu tip iştirakçiler elde ettikleri bilgiyle alım satım yapmadan önce ender olarak çok beklemektedirler. Habere bağılı alım satım karakteristik olarak fiyat düzeyine bağılı alım satıma göre daha kısa elde tutma aralığı gerektirir.

Mala dayalı spekülasyonun büyük bir kısmı ekonomik durumların fiyat yükselmesine ve düşüşüne yol açacağı beklentisine dayanmaktadır. Örneğin hasat zamanı fiyatların ineceğini ve sonra yavaş yavaş yükseleceğini esas alan spekülasyon kendine has özelliğı olan, tipik olmayan bir fiyat düzeyi spekülasyondur. Fiyat düzeyine bağılı alım satım yapanlar ile habere bağılı alım satım yapanların borsa salonunda bulunmaları gerekmemektedir. İhtiyaç duydukları bilgileri daha uygun ve etkili bir şekilde herhangi bir ofiste toplayıp değerlendirebilmektedirler. Zaten bu tip spekülâtörlerin borsa salonunda çalışmaları kendileri için de iyi değildir. Örneğin çok az bilinen bir haberi duyan spekülâtör, o anda salonda ise alım yapmak istediğinde hiç kimse satış yapmak istemeyecek ve bazıları da bu spekülâtörü izleyerek alım yapmak isteyecektir. Bu durumda spekülâtör amacına ulaşamayacaktır.

3.3.1.2. Önceden Tahmin Edilen Fiyat Eğilimine Dayalı Spekülasyon

a) Kısa süreli alım satım yapanlar (Scalpers)

Vadeli işlem fiyatlarındaki iniş çıkışlardan yararlanmayı amaçlayan bazı spekülâtörler fiyatlar düşükken alım yapmakta, yükseldiğinde ise satmaktadırlar. Ani iniş ve çıkışlar kısa ve küçük fiyat karışıklıkları olarak tanımlanmıştır. Bunların süresi birkaç dakika en uzununu ise birkaç gün sürmektedir. İniş çıkışların çoğı spekülâtif alım satımlardan doğmakta fakat bazıları da riskten korunma amacılı emirlerden kaynaklanmaktadır. Bazı spekülâtörler bu iniş çıkışlardan faydalanarak uygun zamanlama ile alım satım yapmakta ve kazanç sağlamaktadırlar. Fakat elde tutma dönemi kısa olduğu için bu kazanç küçük boyuttadır.

Kısa süreli alım satım yapanların bu davranışları vadeli işlem piyasalarına faydalı olmaktadır, çünkü bu sayede likiditeyi yükselmekte ve piyasadaki arza katkıda

bulunmaktadırlar. Alım satım faaliyetleri sayesinde diğer piyasa iştirakçilerinin alım satım ortağı bulabildikleri durumlar artmaktadır, yüksek likidite oranı sayesinde bazı iştirakçilerin piyasa dışı kalmaları önlenmiş olmaktadır.

Kısa süreli alım satım yapanlar ekonomik göstergeleri, hükümet politikalarını unutarak, duygularıyla alım satım yapmaktadırlar. Bu yüzden piyasayı iyi takip edebilmeleri için borsa salonunda bulunmaları gerekmektedir. Eğer alım satımları brokerlar yardımıyla yapmaya kalkarlarsa elde edecekleri küçük kazançlar yüksek alım satım maliyetlerini karşılamaya yetmeyecektir. Kısa süreli alım satım yapanların beş dakikada ne olacağı hakkında teorileri vardır. En uygun davranış salondaki kalabalığın alım satım duygusunu anlamak ve sonunda harekete geçmektedir.²⁸ Herhangi bir nedenle salondaki psikoloji değişir, sürü mantığı hakim alınırsa spekülâtör bu durumu iyi yorumlamalı bu dalgalanmada doğru karar vermelidir. Riskten korunma amaçlı emirler kısa süreli alım satım yapanlar için kaynak oluşturmaktadır.

Kısa süreli alım satım yapanlar kendi aralarında üçe ayrılır :

Tablo 5

Kısa Süreli Alım Satım Yapanların Sınıflandırılması

	Ortalama elde tutma süresi	bir gecelik pozisyonların yüzdesi	Fiyat iniş ve çıkışlarının boyutu	temel nedeni
Birim değişime göre s.	1-10 dakika	0	en küçük	Spekülâtif emirler
Gün boyunca alım satım yapanlar	1/4-1 saat	0,05-0,1	orta	riskten korunma emirleri
Günden güne a. s. yapanlar	1/2-3 gün	0,8-1	geniş,	riskten korunma emirleri

Kaynak CBT, s. 209.

28- Kolb, s. 77  Bob Tamarlin, The New Gatsbys Fortunes and Misfortunes an
Commodity Traders (New York William Mariw and Company İns 1988), s. 26-43.

Birim değişime göre alım satım yapanlar (unit change scalpers) için birim değişimin anlamı minimum fiyat değişimidir. Genel kural, normal piyasa şartlarında son fiyatın 1/8 cent altında almak veya 1/8 cent üstünde satmaktır.

Gün boyunca alım satım yapanlar (day trading scalpers) günlük seans boyunca alım satım yaparak kazanç elde etmeye, çalışmaktadırlar. Geceye taşıdıkları pozisyon gündüz yaptıkları işlemlere göre çok düşük orandadır. Bu oran yüzde onu geçmemektedir. Bunun nedeni ise gece boyunca spekülâtif durumu korumanın riskli olmasıdır. Beklenmedik olaylar büyük zararlara yol açabilmektedir:

Örneğin New York Cotton Exchange'deki Citrus Associates in durumu beklenmedik olayların etkisini göstermek açısından önemlidir.²⁹ Kasım sonunda tüccar portakal suyunda kısa pozisyonda bulunmaktadır. Tüccar alım satımın bitiminden önceki gün portakal suyu fiyatları için çok önemli olan Florida ile ilgili hava tahminlerini incelemiştir. Tahminlerdeki havanın birkaç gün daha olumlu olacağı görüşüne uyarak gece boyunca pozisyonunun bozmamıştır. Fakat beklenmeyen soğuk cephe Florida'yi etkiliyince portakalların büyük kısmı zarar görmüştür. Sonuçta portakal ile ilgili vadeli işlem fiyatları hızla yükselmiş ve pozisyonunu koruyan tüccar zarar etmiştir.”

Yine de bu tür riskleri göze alan spekülâtörlerde bulunmaktadır. Günden güne alım satım yapanlarda (day-to-day scalpers) bu tip spekülâtörlerdendir. Alım satımları yarım gün ile üç gün arasındadır, dolayısıyla birkaç gece pozisyon korumak durumundadırlar.

b) Pozisyon Tüccarları (Position Traders)

Bazı spekülâtörler haftalar, hatta aylar boyunca gece pozisyonlarını korurlar. Bunlara pozisyon tüccarları denir. Bu kişiler tam pozisyon veya spread pozisyonu alabilirler.

Tam pozisyon tüccarı büyük risk almaktadır. Örneğin iki ay boyunca faizlerin yükseleceğine inanan bu kişi vadeli işlem fiyatlarının düşeceğini hesaplayarak devlet tahviline dayalı vadeli işlem sözleşmeleri satın iki ay boyunca pozisyonunu

²⁹- Kolb, s. 79.

koruyacaktır. Haklı çıktığı takdirde faizler yükselip vadeli işlem fiyatları düştüğünde ters işlem yoluyla pozisyonunu koruyacaktır. Ters durum gerçekleşirse bu tip spekülâtör büyük zarara uğrayacaktır.

3.3.3. SPEKÜLATÖRLERİN DİKKAT ETMELERİ GEREKEN NOKTALAR

3.3.3.1. Sermaye Yetersizliği

Risk sermayesi genellikle kaybedildiğinde yaşam standartlarını değiştirmeyen sermaye olarak tanımlanabilir.³⁰ Yetersiz sermaye ile spekülasyona girmek spekülâtörün zaman içinde uygulayacağı stratejiyi olumsuz olarak etkilemektedir.

3.3.3.2. Gerçekçi Olmayan Beklentilere Kapılmamak

Bazı spekülâtörlerin büyük kazanç umuduyla büyük iş hacimli pozisyon almaları, bu durumla baş edememelerine ve zarara girmelerine yol açmaktadır. Bu yüzden tecrübesiz spekülâtörlerin tecrübe kazanana kadar düşük getiriye razı olmaları gerekmektedir.

3.3.3.3. Acele Karar Almamak

Sabırlı bir spekülâtör belirli aralıklarla riski az işlemler yaparak kazanç sağlarken, sabırsız bir spekülâtör çeşitli analizlere dayanarak sürekli alım satım yapma eğilimindedir. Bu durum komisyon masraflarının yükselmesine ve beklenen fiyattan kötü fiyata işlem yapılmasına neden olmaktadır. Yine bu işlemler nedeniyle risk önceden kabul edilen seviyenin üstüne çıkmaktadır.

³⁰ - Ateşan Ö, Aybars, "Futures Piyasalarında Nasıl kazanılır, Kimler Kaybeder", Politik ve Ekonomik Bülten, 9-15 Ağustos 1993, s. 9.

3.3.3.4. Disiplini Korumak

Spekülatörlerin önceden yaptıkları plana uymaları gerekmektedir. Şartların değişmesi durumunda plan dışına çıkılmakta baskı altında alınan yanlış kararlar zarara yol açmaktadır. Bu nedenle spekülatörün kendi stres ve risk tahminine uygun bir sistem seçmesi gerekmektedir.

3.3.4. SPEKÜLATİF RİSKİN KONTROL EDİLMESİ

Riske giren spekülatörün bu riski kontrol edebilmesi için bazı konulara dikkat etmesi gerekmektedir.

1- Öncelikle spekülatör her pozisyon için risk seviyesini belirlemelidir. Vadeli piyasalarda herhangi bir ürün üzerine alınan pozisyon için gerekli olan marjın belirli bir oranı (% 60) risk seviyesi olarak tespit edilebilir.³¹ Bunun nedeni marjın seviyesinin ürünün fiyat hareketliliğine ve risk potansiyelerine göre belirlenmesidir. Örneğin Chicago Board of Trade'de bir mısır ve buğday sözleşmesi (5000 bu) 675 \$ marj gerektirirken, daha oynak yapıya sahip olan fasulye sözleşmesi için (5000 bu) 1675 \$ marj gerekmektedir. Risk seviyesini saptamak için spekülatör fasulye sözleşmesinde 20,5 cent (1025 \$) ve mısır ya da buğday sözleşmesinde 8,25 cent (425 \$) risk alması uygundur.³² Ayrıca beklenmedik fiyat hareketlerinden dolayı orjinal kapitalin % 30' undan fazlası marj pozisyonlara ayrılmamalıdır.

2- Spekülatörün fiyat hareketlerini yakalayabilmek için 6-8 değişik üründe kısa ve uzun pozisyonları yayması gerekmektedir.

3- Spekülatörün aşırı işlem yapması komisyon masraflarını arttırmaktadır. Bu durum spekülatörün kapitalinin azalmasına yol açmaktadır.

4- Spekülatör ne kadar zarara tolerans göstereceğini önceden hesaplamalıdır. Buna bağlı olarak beklemeli (stop-loss) emirleri aracı firmaya vermelidir. Aksi takdirde spekülatör zarara maruz kalacaktır.

³¹- Ateşan Ö. Aybars "Futures Piyasalarında Spekülatif Riskin Kontrol Edilmesi" Politik ve Ekonomik Bülten, 2-8 Ağustos 1993, s. 9.

³²- Aybas, s. 9.

3.3.5. ARBİTRAJ

Arbitraj, aynı piyasada farklı zamanlarda sözleşme alım satım yaparak ya da farklı piyasalarda aynı anda sözleşme alım satımı yaparak fiyatlar arası farklardan kazanç sağlama girişimidir.

3.3.5. 1. Kurumsal Arbitraj

Kurumsal arbitraj ile yatırım yapmadan, vadeli işlem sözleşmelerinin farklı tarihli fiyatları arasındaki farkın durumuna göre kazanç sağlamak mümkün olmaktadır.

Tablo 6

Arbitraj Fırsatı Örneği

1- Hazirandaki Altına Ait Vadeli İşlem Fiyatları

Teslim ayı	Fiyat (\$/ons)
Haziran	425,6
Eylül	445,4

Bir ons altını elde tutma maliyeti : 5 \$

Kaynak : Kolb, s. 85.

Haziran ve Eylül ayları arasındaki fiyat farkının yeterince fazla olduğunu düşünen arbitrajcı altının sevki, dipolanması, saflık kontrolü ve fırsat maliyetinide göz önüne alarak şu işlemleri yapar :

Tablo 7
Arbitraj Örneği

Toplam elde tutma maliyeti depolama, sigorta, nakliye vb. konuları içermektedir. Altını elde tutmanın finansal maliyetide buna dahildir.

	Nakit Piyasa	Vadeli İşlem Piyasası
1 Ocak	Hazirandan Eylül'e kadar ayda 5 \$/ons'luk toplam elde tutma maliyeti karşılığında 100 ons altın depolamayı düzenler	Onsu 425,6 \$'a Haziran'a ait 1 altın Sözleşmesi (100 ons) satın alır. Onsu 445,4 \$'a Eylül'e ait 1 Altın sözleşmesi satar
1 Haziran	Altını elde tutmaya başlar	Haziran sözleşmesindeki 100 ons altını satın alır 42,560 \$ öder.
1 Eylül	Altını depodan çıkarır 1500 \$ depolama ücreti öder	Eylül sözleşmesi karşılığı altını teslim eder 44540 \$ alır.
	44 540 \$	
	- 42 560	
	- 1 500 (bulundurma masrafı)	
	net kazanç : 480 \$	

Kaynak: Kolb s. 86.

3.3.5.2. Risk Arbitrajı

Risk arbitrajının üç tanımı bulunmaktadır. Bunlara göre:³³

1- Risk arbitrajı bir malın teorik fiyatındaki diğer mala bağlı sapmadan avantaj sağlamak için alım satım yapmaktır.

³³- Kolb, s. 86.

2- Risk arbitrajı kazanç amacıyla aynı anda birbiri ile ilişkili iki malın alım satımını yapmaktadır.

3- Risk arbitrajı tüccara cazip gelen her alım satım fırsatıdır. Birinci tanım için spot endeks ile vadeli işlem fiyatı arasındaki uyumsuzluktan yararlanmayı amaçlayarak endekse dayalı vadeli işlem sözleşmesine yatırım yapan spekülâtörü örnek verebiliriz. Vadeli işlem fiyatının yükselmesi durumunda spekülâtör vadeli işlem sözleşmesini satıp endekste ki hisse senetlerini alacaktır.

İkinci tanım spread'lerden faydalanan spekülâtörleri kapsamaktadır. Üçüncü tanım ise kazanç amacıyla malın uygun zamanda alınıp satılması anlamındadır.

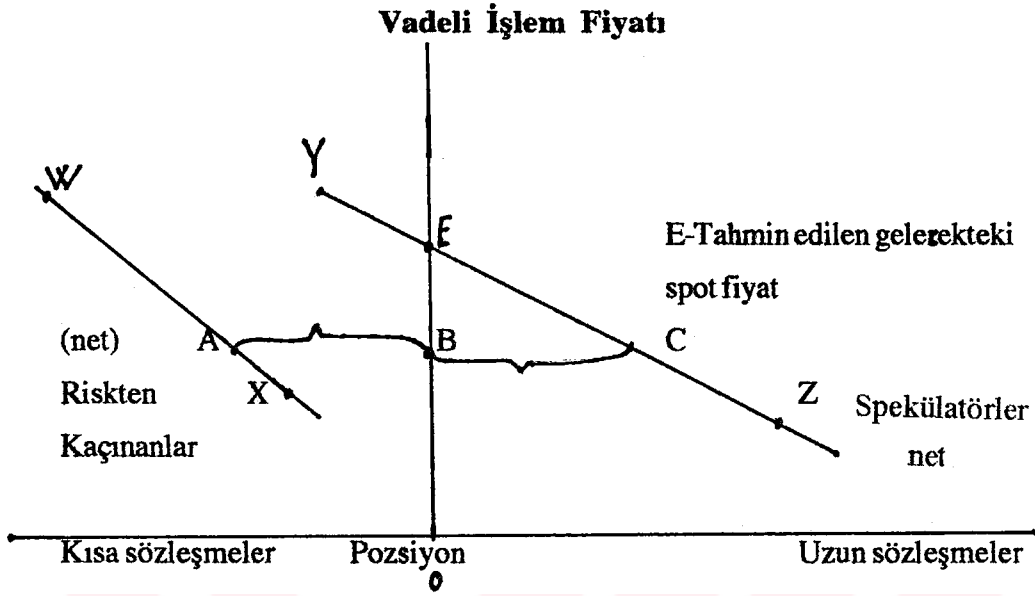
Genel anlamda riskten beklenen kazanç risk arbitracısına riski yüklenmek için cazip gelmektedir.

3.4. RİSKTEN KORUNMAK İSTEYENLER İLE SPEKÜLATÖRLER ARASINDAKİ İLİŞKİ

Daha öncede belirtildiği üzere spekülâtörler riskten korunmak isteyenlerin kaçtıkları riskleri üstlenerek karşılığında kazanç elde etmek istemektedirler. Spekülâtörlere ihtiyaç duyulduğu en önemli durum, riskten korunmak isteyenlerin kısa ve uzun pozisyonda birbirleriyle uyuşmadıkları durumdur. Ayrıca spekülâtörler piyasaya likidite sağlamaktadırlar.

Bir ürün yetiştiricisi piyasada riskten korunmak amacıyla uzun pozisyon alacaktır. Riskten korunmak isteyenler kısa pozisyonda ise spekülâtörlerin uzun pozisyonda olmaları gerekmektedir.³⁴ Bu spekülâtör malın ya da ürünün gelecekteki spot fiyatının cari vadeli işlem fiyatından yüksek olacağını tahmin ederse uzun pozisyon olacaktır. Kısa pozisyon alan riskten korunmayı amaçlayan kişiler ise mala veya ürüne ait vadeli işlem sözleşmesini malın tahmin edilen spot fiyatının altında satmaya istekli olmalıdırlar. Bu sayede korunulmak istenen risk spekülâtörlere transfer edilebilmektedir. Spekülâtörlere yapılan ödeme vadeli işlem fiyatı ile tahmin edilen gelecekteki spat fiyatı arasındaki fark kadardır. Bu tam anlamıyla bir ödeme olmamakta spekülâtörün bahsedilen farktan sağlayacağı kazanç olmaktadır. Bu tek bir spekülâtör ile tek bir riskten korunmanın durumudur.

³⁴- Kolb, s. 54.



Şekil 5

Riskten Kaçınanlar ve Spekülatörler İçin Varsayım Dayalı Net Pozisyonlar

Kaynak: Kolb, s. 55

Şekil 5'te birden fazla spekülatör ve riskten kaçınanın bulunduğu bir durum incelenmiştir.

WX çizgisi riskten kaçınanların, YZ çizgisi ise spekülatörlerin pozisyonununu göstermektedir. YZ doğusunun eğiminin WX doğusununkine göre daha küçük olmasının sebebi spekülatörlerin daha fazla riski kabullendiklerini göstermektedir. Örnekte riskten kaçınanlar tanımlarına uygun olarak kısa pozisyon almışlardır (hasadı bekleyen çiftçi, maden sahibi gibi) riskten kaçınanlar fiyat yükseldikçe daha fazla vadeli işlem sözleşmesi satmak isteyeceklerdir. Spekülatörler ise pozisyonlarının tahmin edilen gelecekteki spot fiyata göre belirlemektedirler. Spekülatör, vadeli işlem fiyatının tahmin edilen gelecekteki spot fiyata üstünde olduğu durumda (YE) net kısa pozisyon, altında olduğu durumda (EZ) net uzun pozisyon alacaktır. Vadeli işlem fiyatının tahmin edilen gelecekteki spot fiyata eşit olduğu durumda spekülatörler pozisyonlarının toplamı sıfır olacak şekilde kısa ve uzun pozisyonlar alacaklardır.

Grafikte gösterilen bütün pozisyonlar uygulamada mümkün olmamaktadır. Örneğin, vadeli işlem fiyatının E noktasının üstünde olduğu durumda riskten kaçınanlar ve spekülâtörler kısa pozisyon almak isteselerde kısa sözleşme sayısı uzun sözleşme sayısına eşit olmayacağı için bu istekleri mümkün olmayacaktır.

B noktasındaki fiyat denge fiyatıdır. AB ve BC uzaklıkları bu nokta da birbirine eşittir. Bu fiyatta riskten kaçınanlar ile spekülâtörlerin talepleri uyuşmaktadır. Eğer riskten kaçınanlar uzun pozisyon alsalardı spekülâtörler kısa pozisyon alacaklardı. Bu durumda spekülâtörler risk üstlenme karşılığında sadece vadeli işlem fiyatı gelecekteki tahmini spot fiyatın üstünde olduğu zamanlar kazanç sağlamaktadırlar.



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

VADELİ FİYATLAR

4.1. BİR MALIN VADELİ FİYATINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Bir malın vadeli fiyatı çeşitli etkenler tarafından sınırlanmıştır. Öncelikle herhangi bir malın veya ürünün vadeli fiyatını etkileyen faktörlerle ilgili şu formül verilebilir.³⁵

$$S_0(1+c) - T \leq F_{0,t} \leq S_0(1+c) + T \quad (1)$$

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

S_0 : t: o'daki malın spot fiyatı

c : Spot fiyatın yüzdesi olarak ifade edilen, malı vade tarihine kadar elde tutmanın maliyeti

T : Alım satım masrafları

f: Açığa satıştan elde edilen kullanılabilir fon azım

Bu formülü şu şekilde inceleyebiliriz.

$F_{0,t} \leq S_0(1+c)$ ve $F_{0,t} \geq S_0(1+c)$ durumlarında tüccar yatırım yapmadan kolayca arbitraj kazancı sağlama imkanına teorik piyasada sahiptir.

$F_{0,t} \geq S_0(1+c)$ durumunda $S_0 < F_{0,t}$ olduğu için tüccar ödünç aldığı parayla spot mal almakta, vadeli işlem sözleşmesi satmakta ve bu sözleşme karşılığında malı elinde bulundurmaktadır. Bu, vadeli işlem fiyatının spot fiyat ile elde tutma maliyeti toplamından daha büyük almasından kaynaklanmaktadır. Vade tarihinde sözleşme karşılığını teslim etmekte kazanç sağlamaktadır.

$F_{0,t} \leq S_0(1+c)$ durumunda yani vadeli işlem fiyatının spot fiyat ile elde tutma maliyeti toplamından küçük olması durumunda, tüccar malı önce açığa satmaktadır.

³⁵- Kolb, s. 51.

Zira spot fiyat malın vadeli (örneğin 1 yıl) fiyatından yeterince yüksektir ($S_o > F_{o,t}$). Daha sonra tüccar aldığı parayı faize yatırmakta, 1 yıl sonra vade tarihi geldiğinde sözleşme satın alarak pozisyonunun kapatmaktadır. Açığa satıştan sağladığı kazanç ve bunun bankadan getirdiği bir yıllık faizin toplamı pozisyonunu kapatmak için aldığı sözleşme fiyatından fazla olduğu için kar etmektedir.

Bu iki şartı göz önüne aldığımızda ideal piyasa şartlarında yani alım satım maliyetinin olmadığı açığa satışa ait kazanç kullanım kısıtlamasının bulunmadığı piyasada vadeli fiyatı spot fiyat ile elde bulunduran maliyetin toplamına eşit olmalıdır.³⁶

$$F_{o,t} = S_o (1+c)$$

4.2. BİR MALIN GERÇEK VADELİ PİYASADAKİ FİYATI

Gerçek piyasalarda teorik piyasaya göre işlemleri etkileyen farklılıklar bulunmaktadır. Bunlar alım satım masrafları, açığa satıştaki sınırlamalar, elde tutulan maldan nakit alışı ve depolamadaki sınırlamalardır.

4.2.1. Alım Satım Masrafları

Sözleşme alım satımı sırasında broker'a ödenen komisyonlar, teslimi gerçekleştirme sırasında ortaya çıkan masraflar alım satım masraflarını oluşturmaktadır. Bu durumda (1) nolu formül şu şekle dönüşür.

$$S_o (1+c) - T \leq F_{o,t} \leq S_o (1+c) + T \quad (2)$$

T : alım satım masrafları

4.2.2. Açığa Satıştaki Sınırlamalar

Açığa satış yapanlar elde ettikleri kazancın tamamını kullanamamaktadırlar. Örneğin Hazineye ait menkul kıymeti broker'den ödünç alarak açığa satan kişi, riski azaltmak ve menkul kıymeti yerine koyabilmek için kazancın bir kısmını (genellikle

36- Kolb, s. 47.

% 50) broker'a bırakacaktır.³⁷ Yeni durumu şu şekilde gösterebiliriz.

$$f S_0 (1+c) - T \leq F_{0,1} \leq S_0 (1+c) + T \quad (3)$$

f: açıktan satıştan elde edilen kullanılabilir fon oranı.

$(S_0 (1+c) \leq F_{0,1}$ durumda açığa satış uygulaması olduğu için f. sadece sol tarafta bulunmaktadır.

4.2.3. Eldeki finansal araçlardan sağlanan nakit akışı

Bir çok finansal varlık elde bulundurulduğu sürece nakit akışı sağlamaktadır. Bu da üstlenme maliyeti (c)'yi etkilemektedir. Örneğin hisse senetlerinden temetli geliri, tahvillerden kupon geliri, dövizden banka aracılığıyla faiz geliri sağlanmaktadır. Bu durumda net üstlenme maliyeti (c^x) aşağıdaki gibi bulunmaktadır.

$$c^x = c - x \quad (4)$$

C= vade tarihinde kadar elde tutma (üstlenme) maliyeti (%)

X= vade tarihine kadar elde tutmadan kaynakların gelir (%)

C^x = net üstlenme maliyeti

Bu durumda formül şu şekilde oluşmaktadır.

$$f S_0 (1+c^x) - T \leq F_{0,1} \leq S_0 (1+c^x) + T \quad (5)$$

4.2.4. Depolamadaki Sınırlamalar

Her malın depolanma özelliği aynı değildir. Altın, bakır gibi madenler sınırsız depolanabilirken, yumurta gibi bayatlayabilen mallar belirli bir süre için depolanabilmektedir. Canlı sığırların uzun süre bekletilmesi kilo alma sorunu nedeniyle sakıncalıdır. Zira bu sığırları sözleşmedeki kiloya aşmaları sözleşmenin iptaline neden olmaktadır.

³⁷- Kolb, s. 50.

4.3. FARKLI VADELER ARASI FİYAT İLİŞKİSİ

Aynı mala ait farklı vadeli sözleşme fiyatları arasındaki arbitraj oluşumunu engellemek amacıyla belirli bir bağıntı olmalıdır. Bu bağıntı şöyledir.

$$F_{o,d} = F_{o,n} (1+c) \quad d > n$$

$F_{o,d}$: $t=d$ 'de vadesi dolan uzun vadeli teslim sözleşmesinin

$t=o$ 'daki vadeli işlem fiyatı

$F_{o,n}$: $t=n$ 'de vadesi dolan teslimi daha yakın sözleşmenin

$t=o$ 'daki vadeli işlem fiyatı

c : n tarihinden d tarihine kadar malı elde bulundurma maliyeti.

Eğer bu eşitlik olmazsa aşağıdaki gibi bir arbitraj imkanı oluşmaktadır.

1 yıl vadeli altın sözleşmesi	350 \$
2 yıl vadeli altın sözleşmesi	400 \$
faiz oranı (1. yıldan 2. yıla)	% 10
görüldüğü gibi $F_{o,d} > F_{o,n} (1+c) \quad d > n$	
	$400 > 350 (1+0,1) \quad 2 > 1$
	$400 > 385$

Tablo 8

Farklı Vadeler Arası Fiyat İlişkisinden Yararlanılması

	Alım ve Gelir	Satım ve Gider
t : 0	1 yıl vadeli altın sözleşmesi alır	2 yıl vadeli altın sözleşmesi satar
t : 1 yıl	% 10 faizle 350 \$ borç alır Sözleşme tesliminden aldığı altını depolar.	350 \$ adığerek vadeli altın sözleşmenin teslim eder
t : 2 yıl	Altın tesliminden 400 \$ alır	2 yıl vadeli sözleşmeye göre altını teslim eder Borcunu faizi de öder $(350 \times 1,1) = 385$ \$
kazanç = $400 - 385 = 15$ \$		

4.4. VADELİ FİYAT GELECEKTEKİ TAHMİNİ SPOT FİYAT İLİŞKİSİ

Teorik olarak depolamanın mümkün olmadığını ve açıktan satışa imkan bulunmadığını varsayarsak vadeli işlem fiyatı gelecekteki tahmini spot fiyata yaklaşık olarak eşittir. Bu eşitliğin olmaması spekülasyon kazanç yaratmaya elverişli ortam yaratmaktadır.

Örneğin bir malın vadeli fiyatı 200 \$ spot fiyatı 175 \$ olursa önce spekülasyon vadeli işlem sözleşmesi satar. Vade tarihinde 175 \$'a malı spot piyasadan temin edip, vadeli piyasada teslim ederek 25 \$ kâr sağlar.

Vadeli işlem fiyatı spot fiyatın çok altında olursa (örneğin vadeli fiyat 160 \$, spot fiyat 175 \$) spekülasyon önce vadeli sözleşme satın alır. Vade tarihinde 160 \$'a elde ettiği, malı spot piyasada 175 \$'a satar ve spekülasyon 15 \$ kâr elde etmiş olur.

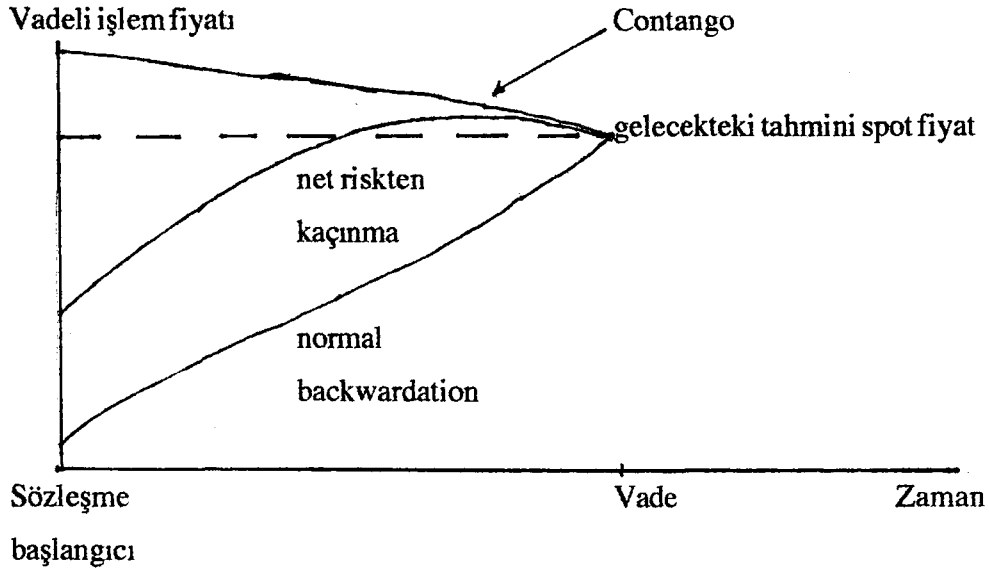
Bu tür spekülâtörlerin varlığı sayesinde bir malın vadeli fiyatı gelecekteki tahmini spot fiyata yaklaşık olarak eşit olmaktadır. Yaklaşık eşit olmasının sebebi ise alım satım maliyetleri ve riskten korunma isteğidir. Alım satım maliyetlerinin malın vadeli fiyatına eklenmesi ile vadeli fiyat ile gelecekteki tahmini spot fiyat arası fark kapanmakta spekülasyon imkanı ortadan kalkmaktadır.

Riskten korunma isteği nedeniyle riskten kaçınanlar spekülâtörleri işlem yapmaya ikna edebilmek amacıyla, vadeli sözleşmeyi gelecekteki tahmini spot fiyatın altında satmak durumundadırlar. Aradaki fiyat farkı spekülâtöre riski üstlenmesi için bırakılan miktardır.

4.5. NORMAL BACKWARDATION, CONTANGO

Eğer gelecekteki spot fiyat ile ilgili beklentiler doğru ise ve riskten kaçınanlar kısa pozisyonda iseler o zaman vadeli işlem fiyatı tahmin edilen spot fiyatın altında olmalıdır. Bu durumda sözleşme süresince vadeli işlem fiyatı yükselmektedir, buna normal backwardation denir.³⁸ Eğer riskten kaçınanlar net uzun pozisyonda iseler vadeli işlem fiyatı gelecekteki tahmini spot fiyatın üstünde seyredecektir. Buna “contango” denmektedir.

³⁸- Kolb, s. 56.



Şekil 6
Vadeli İşlem Fiyat Modelleri

Kaynak, Kolb, s. 67 (William Sharpe, Investments, Englewood Cliffs NJ Printice Hall, Inc, 1981.)

Eğer vadeli işlem fiyatı gelecekteki tahmini spot fiyata eşitse o zaman vadeli işlem fiyatı kesik çizgi boyunca tahmin edilen spot fiyata eşit olarak uzayacaktır.

Eğer spekülâtörler net uzun pozisyonda ise, Keynes ve Hicks'in önerdiği gibi, risk üstlenmek için telafi imkanı varsa vadeli işlem fiyatı sözleşme süresince şekildeki gibi normal backwardation yolunu izlemektedir. Spekülâtörler net kısa pozisyonda ise risk üstlenmek için bedel alıyorsa vadeli işlem fiyatı Contango yolunu izlemektedir.

Net riskten kaçınma hipotezine göre riskten kaçınanlar sözleşme başında net kısa, spekülâtörler ise net uzun pozisyonlardır. Vadeli fiyat spot fiyatın altındadır. Zamanla riskten kaçınanlar pozisyon değiştirmekte vadeli fiyat Contango durumunda olduğu gibi gelecekteki tahmini spot fiyatın üstünde olmaktadır.

Görüldüğü gibi şekil 6'da vadeli fiyat vade tarihinde gelecekteki tahmini spot fiyata eşit olmaktadır. Fakat gerçekte riskten kaçınanların ve spekülâtörlerin net kısa veya net uzun pozisyonda olup olmadıklarını tam olarak bilinemediği için vadeli fiyatın gelecekteki tahmini spot fiyatın altında mı yoksa üstünde mi olduğunu tam belli değildir. Yinede cârî fiyat ile vadeli fiyat veya gelecekteki tahmini spot fiyat arasındaki fark üstlenme maliyetine eşit olduğu için vadeli fiyat gelecekteki tahmini spot fiyatı geçemeyecektir.³⁹ Bu bakımdan vadeli fiyat gelecekteki tahmini spot fiyatın doğru bir tahminidir.

4.6. VADELİ İŞLEM PİYASASININ NAKİT FİYATA OLAN ETKİSİ

Alıcı ile satıcının doğrudan doğruya karşı karşıya bulundukları durumda hem alıcı hem de satıcı alım satım konusu olan mal veya ürün hakkında belirli bir fiyat politikasına sahiptir. Üreticinin veya satıcının fiyat bilgisi diğer üreticilerin veya satıcıların istedikleri fiyatlar ile başka alıcıların kendisine teklif ettikleri fiyatlara dayanmaktadır. Alıcının fiyat bilgisi ise diğer alıcıların alım yaptıkları fiyatlara veya teklif ettiği firmanın fiyat politikasına göre şekillenmektedir.

Eğer her iki tarafta vadeli işlem piyasasına riskten kaçınmak amacıyla girmişlerse ve her piyasadaki cari fiyat vadeli fiyat arası farka göre spot alım satım kararlarını veriyorlarsa, vadeli fiyat spot fiyatı esaslı bir şekilde etkilemektedir.⁴⁰

Vadeli piyasa olmadığı sürece üreticiler ve depolama imkanı olan alıcılar potansiyel stok sahibidirler. Vadeli işlemin varlığı halinde alıcı depodaki stoklar ile riskten kaçınma uygulamasını vadeli işlem piyasasında gerçekleştirebilmektedir. Bu durumda vadeli sözleşme alıcıları bu isteğin sahibi durumundadırlar. Riskten kaçınma uygulaması vadeli işlem sözleşmesi sahiplerinin spot fiyat üzerinde etkili olmalarına yol açmaktadır. Vadeli alım satımın spot fiyatlar üstüne etkisi kabaca, mutlak riskten kaçınma miktarından çok toplam stoğun riskten kaçınılan kısmına bağlı olduğu görüşü ile açıklanmıştır.⁴¹

39- Kolb, s. 60.

40- CBT, s. 48.

41- CBT, s. 49.

4.7. SPEKÜLATÖRLERİN VADELİ FİYATA ETKİSİ

Birim değişime göre alım satım yapanlar ile gün boyunca alım satım yapan spekülâtörlerin kazanç sağlaması fiyat işleyişindeki bazı aksaklıkların kanıtıdır. Örneğin Mayıs ayından önceki Mayıs ayı buğday fiyatı Mayıs'ta olabilecek en doğru fiyat tahminini her zaman yansıtıyorsa o zaman hiç bir spekülâtörler, şanslı bir durum haricinde, kazanç sağlayamayacaktır.

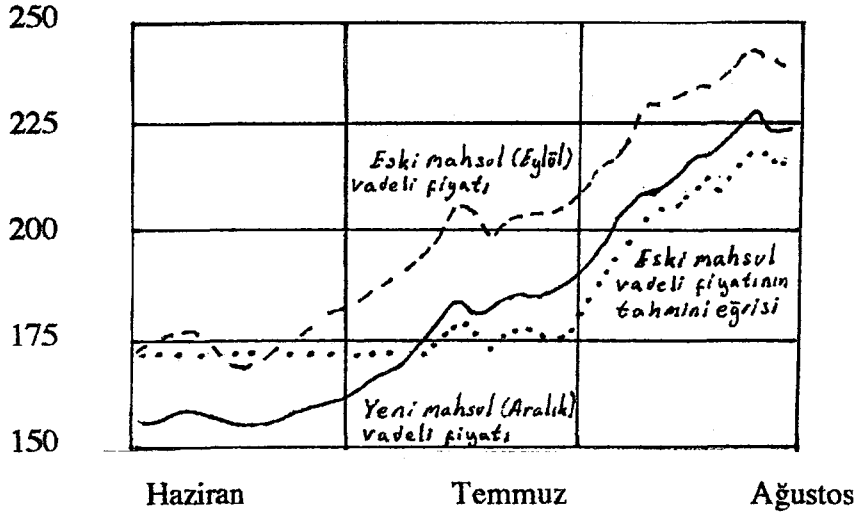
Bu uyumsuzlıklardan birim değişime göre spekülasyon yapmak ve gün boyunca alım satım yaparak kazanç sağlamak mümkün olsada bazı tüccarlar bu fiyat uyumsuzluklarının süresini kısıtlamaktadırlar. Birim değişime göre hemen alım satım yapanlar fiyatlardaki oynama eğilimin sınırlamakta, gün boyunca alım satım yapanlar ise her durumda olacak fiyat hareketlerine hızlandırmaya meyletmekte ve gereğinden fazla olan hareketlere olan eğilimi kontrol etmektedirler.⁴² Her iki tip spekülâtörün bu faaliyetleri kısa süreli alım satım yaparak kazanç sağlama imkanını sınırlamaktadır.

4.8. DEPOLAMA FİYATI KAVRAMI

Spot fiyat tahminlere dayalı vadeli fiyat artı mevcut arzın kısıtlığına bağlı primin toplamı ile belirlenmiştir. Ekonomik malların spot fiyatlar hemen bir şekilde uzun vadeli beklentilerdeki değişimlere tepki vermek eğilimindedir.⁴³ Şekil 7' de bu eğilim gözükmektedir. Yeni mahsul Aralık mısırına ait vadeli fiyatta gözüken büyük fiyat artışı Temmuz ve Ağustos 1947'deki mahsulün bozulması nedeniyle, eski mısır (Eylül) ait vadeli fiyatın benzeri bir şekilde devam etmiştir.

42- CBT, s. 193.

43- CBT, s. 254.



Şekil 7

1947 Yılı Yeni Mahsul, Eski Mahsul ve Tahmin Eski Mahsul Eğilimi

Kaynak CBT, s. 254.

Geleneksel kanı geçerli olsaydı eski mahsul mısır stoğunun kıtlığı nedeniyle Haziran'da nispeten yüksek olan Eylül vadeli fiyatı, Aralık vadeli fiyatının Eylül vadeli fiyatı seviyesine ve üstüne çıkmasına neden olan yeni mahsul beklentisinin kötüye gitmesine kadar, Haziran ve Temmuz başlarında oldukça sabit olacaktı ve ondan sonra Aralık vadeli fiyat eğrisini biraz aşağıdan takip edecekti.

Depolama fiyat kavramı ile stop fiyatın uzun vadeli beklentilerden az etkilendiği inancı ortadan kalkmıştır.⁴⁴

4.9. SPREAD POZİSYONU

Spread iki çeşittir. Birincisi teslim edilecek aynı mala ait iki veya daha fazla sözleşme vadesi arası fiyat farkıdır. İkincisi ise farklı, fakat birbiriyle bağlantılı mallara ait iki veya daha fazla sözleşme arasındaki fiyat farkıdır.

44- CBT, s. 255.

Bu 2. tipte spekülâtör için önemli olan fiyatların inip, çıkması değil, iki mal arasındaki bağlantılı fiyat performansdır. Spread'ler fiyatların kendisinden daha az değiştiği için normalden spekülâtörler daha fazla malı güvenli bir şekilde alıp satabilmektedirler.

Örneğin bir spekülâtörün buğday ile mısır arasındaki fiyat farkının olması gerekenden düşük olduğunu düşündüğünü varsayalım. Buğday ile mısır birbirinin yerini alabilen mallar olduğu için fiyatları arasında pozitif korelasyon bulunmaktadır. Yani buğday ve mısır fiyatları birlikte yükselip düşebilmektedir. Spekülâtör ikincide buğday ile mısır fiyatı arasındaki farkın daha da açılacağını düşünmek şu şekilde davranacaktır:

Tablo 9
İki Farklı Üründe Spread Uygulaması

		Alım	Satım
Ocak :	Buğday: 300 cent/kile)	Marta ait buğday	Marta ait mısır
	fark: 100		
	Mısır : 200 cent/kile	sözleşmesi	sözleşmesi
		(-) 300 ₺/kile	+ 200 ₺/k
Şubat :	Buğday : 305 cent/kile	Marta ait mısır	Marta ait
	fark: 103 cent/k	sözleşmesi	buğday
	Mısır : 202 cent/kile	- 202	sözleşmesi
		+ _____	305
		(-) 502 c/k	+ 505 c/k
Kazanç	Kayıp	kâr : 505-502 = 3 c/kile	
Buğday : 305-300 : 5 c/k:	mısır 202-200 : 2 c/k		
net kâr : 5-2 = 3 c/kile			

Tablo 9'da görüldüğü üzere spekülâtör buğday ile mısır arasındaki fiyat farkının yeterli düzeye ulaştığını düşündüğü anda ilk yaptığı alım satım tersini gerçekleştirerek bu işlemlerden kâr sağlamıştır. Spekülâtör için fiyatların birlikte

artması veya düşmesi önemli değildir, önemli olan buğday fiyatı ile mısır fiyatı arasındaki farktır. İki fiyat düşse bile, mısır fiyatı eğer buğday fiyatından daha fazla düşerse spekülâtör yine de kazanç sağlamaktadır. Bu örnek farklı mal fakat aynı vadeli spread pozisyonuna aitti. Aynı mal, fakat farklı vadeli pozisyon için şu örneği verebiliriz:

Tablo 10

Ocak ayında altına Ait Vadeli İşlem Fiyatları (\$ / ons)

Teslimayı	
Mayıs	360
Temmuz	365
Ekim	390

Bu tabloda Temmuz fiyatının Mayıs ve Ekim fiyatı ortalamasının altında olduğunu farkedene spekülâtör, farklı vade tarihleri arasındaki çelişkiden faydalanmayı amaçlamaktadır. Bu nedenle Ocak ayında şu işlemleri yapacaktır :

Tablo 11

Farklı Vadeli Altın Sözleşmelerindeki Spread Uygulaması (Ocak ayı)

Ocak ayı	<u>Alım</u>	<u>Satım</u>
	Temmuz' a ait 2 sözleşme 365x2 \$	Mayıs' a ait 1 sözleşme 360 \$
	730	Ekim' e ait 1 sözleşme 390 \$

Mart ayında sözleşme fiyatlarının azalmasına rağmen Temmuz sözleşmesinin diğer iki aya ait fiyatların ortalamasına yakın bir düzeye yükseldiğini görene spekülâtör Mart ayında şu işlemleri yapar :

Tablo 12
Farklı Vadeli Altın Sözleşmelerindeki Spread Uygulaması
Mart Ayı Altın Ait Vadeli İşlem Fiyatları (\$ ons)

Teslim ayı

Mayıs	355 \$
Temmuz	363 \$
Ekim	382 \$

Mart ayı

Alım

Satım

Mayıs'a ait 1 sözleşme 355 \$

Temmuz ait 2 sözleşme 363x2

Ekim'e ait 1 sözleşme 382 \$

726 \$

Sonuç :

Ocak ve Mart ayı

Toplam Alım Miktarı

Toplam Satış Miktarı

$730 + 355 + 382 = 1467$ \$ $360 + 390 + 726 = 1476$ \$

Kazanç

Mayıs sözleşmesi $360 - 355 = 5$ \$

Ekim sözleşmesi $390 - 382 = 8$ \$

kâr : 9 \$/ons

Kayıp

2 Temmuz sözleşmesi : $(365 - 363) \times 2 = 4$ \$

Profesyonel olarak spread'lerden faydalanan spekülâtör düşük komisyon masrafları nedeniyle borsada üyelik sahibi olmakta haklıdır. Fakat basit olarak spread'lerden yararlanmaya çalışıyorsa alım satımlarının bir başkası tarafından yapılması daha iyidir. Broker'lar aracılığıyla alım satım yaparak kazanç fırsatlarını engelleyebilecek olaylardan korunabilmektedirler. Spread'den faydalanan kişinin broker olarak salonda bulunması spekülasyon ile spread olayını birleştirebilmesi açısından da faydalıdır.

4.10. SPREAD KAZANCININ HESAPLANMASI

Spread'in bir anlamı aynı malın iki farklı vadesine ait fiyatlar arası farktır. Vadeli fiyatlar arasındaki fiyat farklılıkları faiz faktörünü yansıtmaktadır. Bu faiz faktörü spread kazancı olarak tanımlanmıştır. Bu kazanç şu formülle hesaplayabiliriz.⁴⁵

$$\text{Sperad kazancı} = \frac{D-N}{N} \times \frac{360 \times 100}{T_d-T_n}$$

D: uzak tarihli vadeli kontrat fiyatı

N: yakın tarihli vadeli kontrat fiyatı

Td: uzak tarihli vadeli kontrat teslim tarihi

Tn: yakın tarihli vadeli kontrat teslim tarihi

Bu formül aynı zamanda spot fiyat ile malın bir yıl vadeli fiyatı arasındaki finansal maliyet arasının teşkil edilmesinde, zaman değişkeni bölümü yerine bir koyularak kullanılabilir.

Bu formülün uygulaması olarak şu örneği verebiliriz. örneğin Ocak ayı vadeli altın fiyatının 400 \$ Temmuz ayı vadeli fiyatında 420 \$ olduğunu varsayalım. Bu durumda spread kazancı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

$$\frac{420-400}{400} \times \frac{360}{180} \times 100 = 10$$

Spread kazancı : % 10'dan

31 Ocak 31 Temmuz arası gün = 30 x 6 = 180

zaman değişimi 30 ve 30'un katları olarak kabul edilmiştir.

Sadece alışı veya sadece satışa ait teminat tutarlarının spread pozisyonunda yatırılan teminattan çok daha fazla olması nedeniyle spread pozisyonu daha fazla ilgi çekmektedir.

45- Sağlam, s. 213 (Kevin Commins "Golu Futures" Prebu: Pablihung Company, Chicago, İllimis, 1990, s. 128).

4.11. TAIL

Genel kurula göre faiz oranları ile altın fiyatlarının aynı yönde hareket etmelerine rağmen bunun tersi durumlarda zaman zaman ortaya çıkmaktadır. Yaşanan fiyat düşüşleri spread farklarının yok olmasına neden olmaktadır. Bu olumsuz etkileri yok etmek amacıyla tail olarak isimlendirilen yöntem kullanılır. Tail spread'ın bir ayağının alınması veya satılması işlemidir.⁴⁶ Tail formülü şu şekildedir.⁴⁷

$$\text{Tail} = \text{Spread kazancı} \times \frac{T_d - T_n}{360} \times \text{spread'in bir ayağındaki kontrat sayısı}$$

Örnek olarak yakın tarihli altın sözleşmesini 350 \$'dan olan bir yıl vadeli altın sözleşmesini 378 \$'dan alıp satan bir tüccarın durumunu inceleyebiliriz.

$$\text{Spread kazancı} = \frac{378 - 350}{350} \times \frac{360}{360} \times 100 = 0.08 = \%8$$

Fiyatlarda ani bir değişikliğin olması durumunda bir kişi zarara girmektedir. Örneğin yakın tarihli sözleşmenin 500 \$, bir yıl vadeli sözleşmenin 540 \$'a çıktığını varsayalım. Spread kazancı % 8'dir. Fakat pozisyonunun kapatmak istediğinde aşağıda görüldüğü üzere zarara girmektedir.

46- Sağlam, s. 216.

47- Sağlam, s. 217 (Marsia Stiyum, "The Money Market", 3 rd Edition Dow Jones Irwin Home Word, Minais, 1990, s. 455.

Tablo 13
Spread'den Kaynaklanan Zarar

yakın tarihli sözleşme	1 yıl vadeli sözleşme :
350 \$'dan 100 sözleşme alır : 3.500.000 \$	378 \$'dan 100 sözleşme satar
	3780 \$
	540 \$'dan 100 sözleşme alır:
500 \$'dan 100 sözleşme satar 5.000.000 \$	5.400.000 \$
kâr : 1.500.000 \$	zarar : 1.620.000 \$

Net zarar : 120.000 \$

not: (1 sözleşme = 100 ons)

Bu zarardan kurtulmak için tail işleme yapacak olan kişinin ihtiyaç duyduğu sözleşme sayısı :

Tail : Spread kazancı x $\frac{T_d - T_n}{360}$ x spread'in bir ayağındaki sözleşme sayısı

$$= 0,08 \times \frac{360}{360} \times 100 = 8 \text{ sözleşme}$$

Şimdi tüccar spread kazancının düşmesinden endişe etmemek için bu hesaplanan 8 sözleşmeyi yakın tarihli sözleşmelere ilave etmek durumundadır. Yeni durum Tablo 14'deki gibidir.

Tablo 14
Tail İşlemi

Yakın tarihli sözleşme	1 yıl vadeli sözleşme
350 \$'dan 108 sözleşme alır : 3.780.000 \$	378 \$'den 100 sözleşme satar
500 \$'dan 108 sözleşme satar : 5.400.000 \$	3.780.000 \$
	540 \$'dan 100 sözleşme alır:
	5.400.000 \$
kâr = 1.620.000 \$	zarar : 1.620.000 \$
kâr = zarar	
not: (1 sözleşme = 100 ons)	

Bu durumda tüccar spread kazancı sabit kaldığı halde pozisyonunu kapatmak istediğinde zarar etmekten kurtulmuştur.

Spread kazanının değişmesi tail'i de etkilemektedir. Bu etkilenme spread kazançına bağlıdır. Örnek olarak kısa vadeli sözleşme olup 1 yıl vadeli sözleşme satan bir kişi aşağıdaki işlemleri yapmaktadır.

X: Sözleşme sayısı, T= tail için hesaplanan sözleşme sayısı

Y: Spread kazancı, $T=YX \cdot Y^1$ = yeni oluşan spread kazancı

P_1 : kısa vadeli sözleşme alış fiyatı

P_2 : 1 yıl vadeli sözleşme satış fiyatı $P_2 = (1+Y) P_1$

P'_1 : kısa vadeli sözleşme satış fiyatı

P'_2 : 1 yıl vadeli sözleşme alış fiyatı $P'_2 = (1+Y') P'_1$

Tablo 15

Tail Uygulamasında Spread Değişiminin Kazanca Etkisi

Alış	Satış (1 yıl vadeli)
$(-) (X + Y X) P_1$	$X P_2 = X (1 + Y) P_1$
Satış	Alış
$+ \frac{(X + YX) P'_1}{1}$	$+ \frac{(-) X P'_2 = (-) X (1 + Y'_1) P'_1}{1}$
Toplam $(X + YX) (P'_1 - P_1)$	$+ X [(1 + Y) P_1 - (1 + Y'_1) P'_1]$

$$\text{Sonuç} = X P'_1 (Y - Y'_1) \quad (\text{birim mal başına sonuç}) \text{ altın için 1 ons}$$

Görüldüğü gibi eğer spread kazancı artmışsa ($Y > Y'$) Tail işlemi sonucu kâr sağlanmaktadır. Eğer spread kazancı azalmışsa ($Y < Y'$) zarara maruz kalınmaktadır. Tail ayrıca spread süresi ve spread'in içerdiği sözleşme sayısından da etkilenmektedir. 100 sözleşmeden oluşan bir spread işleminde % 10'luk spread kazancı durumunda 10 sözleşme ile tail yapılırken, 5 sözleşmeye ait spread işleminde aynı spread kazancı ile 0,5 sözleşmesi ile tail yapılmaktadır. Bu yüzden yetirince geniş olmayan spread kazancı ile tail yapmak mümkün değildir.⁴⁸

48- Sağlam, s. 221.

BEŞİNCİ BÖLÜM

VADELİ İŞLEM PİYASALARI VE TÜRKİYE

5.1. Vadeli işlem Piyasaları Türkiye’de Uygulanabilir mi?

Vadeli işlem piyasaları mal (ürün) fiyatları hakkında bilgi vermeleri ve üreticiler ile mal (ürün) işleyenlerin sakınmak istedikleri risklerden korunmalarına olanak sağladıkları için ekonomik sistemde önemli bir işleme sahiptir.

Prof.Dr. Ünal Bozkurt’a göre Türkiye’de pamuk dışındaki ürünlere dayalı vadeli işlem piyasalarının kurulması mümkün görülmemektedir.⁴⁹ Bu durumun nedeni olarak ülkemizde henüz istikrarlı bir ekonomik politik ortamın oluşmaması gösterilmiştir. Bozkurt ayrıca vadeli işlem mekanizması ve takas odası ile ilgili gerekli yasal düzenlemelerin yapılması gerektiğini belirtmektedir. Buna ilave olarak da borsada çalışacak eleman ve katılımcılarında eğitilmesi sağlıklı bir altyapı için gerekli görülmektedir. Günümüzde İstanbul’da Altın Borsası’nın kurulması ile ilgili çalışmalar yürütülmektedir. Bu borsa Türkiye’de elde tutulan altın ile Orta Asya’daki Türk Cumhuriyetlerindeki altın rezervlerinin değerlendirileceği bir merkez olacaktır. Altın Borsası’nın kurulmasıyla birlikte altına dayalı vadeli işlem ve opsiyon piyasalarının oluşturulmasında gündemdedir.⁵⁰

Fizikî olarak altın sahibi olmanın çeşitli sakıncaları bulunmaktadır. Özellikle altını saklamak ve güvenli bir yerde bulundurmak yüksek maliyete yol açmaktadır. Ayrıca altın kısa vadede fazla kazandırmamaktadır. Maden ocağı hissesine de sahip olmak da bu ocakların kapsamı ihtimaline bağlı olarak belirli oranda risk taşımaktadır. Vadeli işlem piyasaları sayesinde çok büyük miktarda altını değerinin küçük bir kısmıyla elde tutma ve kontrol etme imkanı vardır.⁵¹ Vadeli ve opsiyonlu altın

49- Ünal Bozkurt, “Vadeli İşlemler Piyasası Ülkemizde Kurulabilir mi?”, Trend, No: 68, s. 19.

50- İstanbul Uluslararası Finans Merkezi, Politik ve Ekonomik Bülten, 19-25 Temmuz 1993, s. 1, 8.

51- Dünyanın en büyük vadeli altın borsası, COMEX s. 61.

işlemlerinin yapılabilmesi altın borsasının işlem hacminin 10-15 kat artmasına neden olmakla birlikte yabancı yatırımcıların da bu borsaya çekecektir.⁵² Altın borsanın verimini arttırmanın bir yoluda Türkiye’de bol miktarda bulunan hurda altını standart külçe haline getirecek bir altın rafinesi kurmaktır. Bu sayede borsaya çok önemli bir kaynak yaratılmış olacaktır. Kendi bölgesine uygun işlem saatleri olan bürokrasiden arınmış bir altına dayalı vadeli işlem piyasası çok daha başarılı olacaktır. Büyük miktarda hububat üretimi yapılan Türkiye’de hububata dayalı vadeli işlem piyasalarının oluşturulmasında hem üretici hem de alıcı için çok faydalı olacaktır. Şu anda yapılan uygulamada çifti ürünü TMO’ya en fazla 9 aylık bir süre için sertifika karşılığında emanet edebilmektedir. Üretici makbuz senedini getirerek isteliği anda reel fiyattan ürünün parasını alabilecek ya da tüccara satabilecektir.⁵³ TMO’de depolama karşılığı günlük ücret alacaktır.

Vadeli işlem piyasaları sayesinde hem alıcı hem de satıcı ürünün bir yıl içindeki değişik vadeli fiyatlarını önceden öğrenme şansına sahiptir. Çiftçi çeşitli ürünlerin vadeli fiyatlarına bakarak bölgesine uygun hangi ürünü ekmenin kendisi için daha kârlı olacağını saptayabilecektir. Ekimden sonra eğer hasat zamanı fiyatların düşmesinden endişe ederse riskten korunmak amacıyla hasattan önce tarladaki ürününü vadeli piyasada satabilecektir. Ürünü alan tüccarda bu sırada ürün fiyatının yükselmesinden endişe etmektedir. Bu nedenle vadeli piyasada ihtiyaç duyduğu ürün üzerine işlem yaparak spot piyasada maruz kalacağı zararı karşılayacaktır. Böylece çiftçi ile alıcı tüccar ortak bir fiyatla uzlaşmış olacaklardır. Ayrıca bu borsada fiyatlar talebe ve ürünün kalitesine göre belirlenecek, kalitesiz ürüne destekleme amacıyla ödeme yapılması önlenmiş olacaktır.

Türkiye’de vadeli işlem piyasalarındaki faaliyetlerinin düzenlenmesi izlenmesi ve denetlenmesi görevi sermaye piyasası kuruna verilmiştir. 13.05.1992 tarih ve 21227 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan 3794 sayılı yasa ile değişik 2499 sayılı sermaye piyasası kanunu’nun, Sermaye Piyasası Kurulu’nun Görev ve Yetkilerini belirleyen 22’nci maddesinin (J) bendi şöyledir:

“J) Finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mal ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi ile münhasıran bu sözleşmelerin işlem

52- Sağlam, s. 246.

53- Sertifikalı ürün alımı haftaya başlıyor, Milliyet 1 Haziran 1993.

göreceği borsalarda çalışacak kurumların kuruluş, faaliyet ilke ve esasları ile yükümlülüklerini düzenlemek, izlemek ve denetlemek”.

5.2. TÜRKİYEDE VADELİ İŞLEM PİYASALARININ SAĞLIKLI YAŞAMASI VE GELİŞMESİ İÇİN GEREKLİ KOŞULLAR

Vadeli işlem piyasalarının yaşaması ve gelişmesi için gerekli şartlar şunlardır.⁵⁴

1- Sözleşme şartları ve komisyon masrafları ticari amaçlar için vadeli işlem sözleşmesi kullanımına ilgi çekecek nitelikte olmalıdır.

2- Makul derecede hareketli piyasa sağlamak için yeterli spekülasyon yapma imkanı olmalıdır.

3- Malı kullananların ileride yapacakları ticari sözleşmeler yerine geçici olarak vadeli işlem sözleşmelerinden yararlanmaları için olumlu nedenler olmalıdır.

4- Vadeli işlem piyasalarının yararlılığına ait yaygın bir görüş birliği olmalıdır.

1- Vadeli işlem sözleşmeleri iştirakçilerin ilgisini çekecek nitelikte olmalıdır. Vadeli işlem piyasaları ileride teslim şartlı sözleşmelerde spekülasyonun ortaya çıkmasının veya vadeli işleme ait sözleşme şartnamelerinin oluşturulmasına ait borsa hareketlerinin sonucu olarak ortaya çıkmıştır.

Riskten korunmak amacıyla vadeli işlem piyasasına giren kişiler sözleşmenin neredeki ne cinsteki ve ne kalitedeki mala ait olduğunu bilmektedirler. Ayrıca sözleşme şartlarının teslim veya özdeğer finansal önle olarak yerine getirileceği garanti edilmelidir. Bu eşdeğer finansal ödemenin ne olduğunu saptamak denetleyen komitenin sorumluluğundadır.

ABD’de kısa bir kanun değişikliği ile organize borsada yapılan vadeli işlem sözleşmelerinin ticari sözleşme olması sözleşmeli borsaların teslim probleminden çözümlenme imkanı vardır.⁵⁵ Liverpool borsasında satıcının sözleşme karşılığında buğday teslim edeceğine dair hiç bir kural veya kanun olmamasına rağmen piyasa sıkışması olayı olmamıştır. Gerekliği takdirde eşdeğer finansal ödeme yapılması mümkündür.

54- CBT, s. 277.

55- CBT, s. 280.

2- Vadeli işlem piyasalarının bir özelliğide spekülasyon yapmaya olanak vermesidir. Eğer spekülasyon olmazsa bu piyasalar ileride teslim şartlı piyasa olur. Spekülatif alım satımlar borsanın iş hacmini arttırmaktadır. Bu sayede sözleşme şartlarının yerine getirilmesinin borsaya yüklediği sabit giderleride içeren sözleşme başına toplam maliyet daha düşük olmaktadır. Herhangi bir anda herhangi bir piyasada satış emrinden elde edilen fiyat aynı anda benzeri satın alma emrine ödenecek fiyattan genellikle daha düşük olacağı gerçeğiyle alım satım maliyeti ortaya çıkmaktadır. Vadeli işlem piyasalarında geniş iş hacmi varsa, alım satımlar ardarda olmaktadır. Bu yüzden riskten korunmak isteyenlerin alım satım masrafları da çok küçük olma eğilimindedir.

Vadeli işlem piyasasının başarısız olmasının üç nedeni bulunmaktadır :

a) Başarılı bir vadeli işlem piyasası için mal kullanıcılarının yarattıkları potansiyel kullanım miktarı temel desteği sağlayamayacak kadar azdır.

b) Bazı engeller piyasaya likidite sağlayacak olan spekülâtörlerin piyasaya çekilmesini önlemiştir.

c) Spekülatif kullanım imkanı yaratılmasına rağmen likidite bariyesi yıkılamamış olması bunun sonucu olarak da riskten korunmak için alım satım maliyetinin çok yüksek olması nedeniyle piyasanın riskten korunmak isteyenlere cazip gelmemesidir.

3- Mal kullanıcılarının ticaret yapmak yerine vadeli işlem piyasalarını tercih etmelerinin çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Vadeli işlem piyasaları herhangi bir zamanda en uygun şekilde alım ya da satım fırsatı sağlamaktadır. İyi bir fırsat doğduğunda vadeli işlem sözleşmesi ticari sözleşme ile doldurulabilir.

Mal sahipleri ileride teslim şartlı satış yapmak istediklerinde vadeli işlem piyasasındaki spekülâtör kadar ödeme yapan hiç bir alıcı bulmayabilirler. Bu durumda vadeli işlem sözleşmesi en iyi fiyatı almak için ileride teslim şartlı sözleşmenin yerine geçici olarak yapılmıştır.

Bir başka durumda ise mal kullanacak olan kişi ileride teslim şartlı alım veya satım anlaşması yapacaktır. Fakat istediği özelliklere sahip bir kişi bulamamaktadır. Bu durumda vadeli işlem sözleşmesi sayesinde teslim gerçekleştirebilmektedir. İstediği zamana ait anlaşmayı yapabilmektedir.

Üreticiler genellikle içinde bulundukları zaman ile teslim zamanı arasında büyük oranda bir fiyat düşmesi bekledikleri zaman, satıcılar ise içinde bulundukları an ile teslimi gerçekleştirecekleri zaman içinde keskin bir fiyat artışı beklentisinde oldukları zaman vadeli işlem piyasasında malı önceden satın almak veya satmak isterler. Böylece riskten korunmuş olmaktadır. Eğer işadamı herşeyi fiyatın gerçekleşeceğini düşünmeden düzenli olarak riskten korunma amacını güdüyorsa bu “sigorta tipi riskten korunmadır. Eğer fiyat değişimin beklentisi ile bu işlemi yapıyorsa bu önceden tahmine dayanan riskten korunmadır.⁵⁶ Önceden tahmine dayalı riskten korunmada vadeli işlem sözleşmesi alım satım ileride yapılacak ticari sözleşmenin (1 yıldan fazla olmamak şartıyla) yerine geçici olarak yapılmıştır. Spekülasyonda ise hiç bir ticari alış veriş beklentisi yoktur. Ayrıca önceden tahmine dayalı riskten korunma fiyat muhakemesinde ilave riske maruz kalmamayı amaçlarken spekülasyonda risk her zaman vardır.

4- Vadeli işlem piyasalarının şu konularda faydası vardır. Öncelikle mevsimlik fiyat değişiminin ortalama miktarı vadeli işlem piyasalarının var olduğu durumda olmadığı duruma göre daha azdır. Bu istatistiki kanıt, üreticilerin mevsimlik fazlaları olduğundaki satış baskısının vadeli işlem piyasalarının var olduğu durumda olmadığı duruma göre daha az fiyat bunalımı yarattığını göstermektedir. Bir araştırma beklenen arzdaki değişimlerin yol açtığı fiyat değişim büyüklüklerinin azaltılması sayesinde vadeli işlem alım satımının fiyat dalgalanmalarının hafiflettiğini göstermektedir.⁵⁷

Vadeli işlem piyasaları sadece mal kullananların yararına temel olarak var olabilmektedirler. Bu piyasalarda yapılan iş miktarı, zamana göre mal kullanıcılardan sağladığı iş miktarına yakın oranda olmaktadır. Vadeli işlem piyasalarından sağlanan kazanç duruma ve işin cinsine göre değişmektedir. Bu piyasalar sayesinde risk azaltmak mümkün olmakta ve önceden fiyat değişimlerini tahmin etmekte kurtulunmaktadır. Örneğin meyve konservesinin kutulanması sırasında şeker ihtiyacı duyan bir tüccar önceden bol stok yapma imkanına sahip olmadığı için vadeli işlem piyasalarından yararlanmayı amaçlar. Bu piyasadan gelecekteki fiyat değişiminden etkilenmeden avantajlı bir şekilde alım sözleşmesi satın alabilir.

56- CBT, s. 287.

57- CBT, s. 295 (Holbrook Working “Price Effects of Futures Trading” Food Research Institute Studies, Vol, 1, pp, 17.23, 1960).

Normalde çok geniş oranda özel piyasa bilgisi veren kaynaklar sayesinde büyük firmalar, sadece alıcı veya satıcıların davranışlarına bağlı sınırlı bilgi sahibi küçük firmalara karşı avantajlı olmaktadır. Şimdi piyasa raporları sayesinde üretilenler bulundukları yerel fiyatlara göre satış yapmak yerine bu raporlarından diğer üreticilerin ne fiyata anlaşma yaptıklarını öğrenmektedir. Fakat en iyi fiyat için pazarlık etmek yerine nispeten düşük fiyatı kabul etmeye zorlama eğilimi bulunmaktadır. Bu piyasalardaki fiyatlar piyasanın ne takdir ettiğini hassas bir şekilde göstermektedir. Böylece rekabete dayalı pazarlık üzerine kurulu piyasa fiyatları oluşturulmuş olmaktadır.



SONUÇ

Vadeli işlem piyasalarının sağladıkları imkanlar nedeniyle dünyada büyük ilgi görmesi normal bir sonuçtur. Amerika Birleşik Devletleri'nden sonra Avrupa'da da vadeli işlem piyasalarının iş hacimlerini gittikçe arttırmalara mevcut ilginin ne kadar arttığıнын göstegesidir.

Türkiye'de de vadeli işlem piyasalarının uygulanması ve bu piyasada alım satımı yapılan malların çeşitlendirilmesi sayesinde fiyat dalgalanmalarının yarattığı olumsuz etkiler ve zararlar telafi edilebilecektir. Bu da Türk sanayinin ve toplumunun gelişmesi için olumlu etki yapacaktır.

Bu nedenlerden ötürü yeni bir ekonomik yapılanma süreci içindeki Türkiye'de vadeli işlem piyasalarının oluşturulması için gerekli alt yapının hazırlanması gerekmektedir.

Bu alt yapı ise vadeli işlem piyasaları için gerekli elemanların yetiştirilmesinden, gerekli düzenlemelerin yapılmasından, iyi bir takas sistemi oluşturulmasından ibarettir. Şimdilik ülkemizde altın ve hububat gibi mallar için vadeli işlem piyasalarının kurulabileceği ifade edilmektedir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

KİTAPLAR

Bozkurt, Ünal, "Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi", İstanbul İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No: 4, 1988.

Chicago Board of Trade, "Selected Writings of Holbrook Working", U. S. A. 1977.

Irwin, S. Harold, "Evolution of Futures Trading", Mimir Publishers Inc Madison, Wisconsin 1954.

Karşlı, Muharrem, "Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler", 3b İstanbul Beta Basım Yayım 1989.

Kolb, W. Robert, "Understanding Futures Markets" 2b Glenview Illinois: Scott Foresman and Company 1988.

Sağlam, Mehmet Hakan, "Altın, Dünya Borsalarında Vadeli Altın İşlemleri" Borsa Kütüphanesi Dizisi, 2. İstanbul Scala Yayıncılık 1993.

MAKALELER

Aybars, Ateşim Ö. "Futures Piyasalarında Nasıl Kazanılır, Kimler Kaybeder?" Politik ve Ekonomik Bülten, 9-15 Ağustos 1993, s. 9.

———"Futures Piyasalarında Spekülatif Riskin Kontrol Edilmesi" Politik ve Ekonomik Bülten, 2-8 Ağustos 1993 s. 9.

Bozkurt, Ünal, "Vadeli İşlemler Piyasası Ülkemizde Kurulabilir mi?" Trend Dergisi, No: 68, Kasım 1991, s. 19.

"Dünyanın En Büyük Vadeli Altın Borsası" COMEX, Para Para Para Dergisi cilt 1, No: 9, s. 60.

"İstanbul Uluslararası Finans Merkezi, "Politik ve Ekonomik Bülten 19-25 Temmuz 1993, s. 1-8.

12- "Sertifikalı Ürün Alımı Haftaya Başlıyor" Milliyet 1 Haziran 1993.

ÖZGEÇMİŞ

26 Eylül 1969'da İstanbul'da doğdum. İlk öğrenimimi 1979 yılında Moda ilk okulunda Orta ve Lise öğrenimimi 1987 yılında Saint Joseph Fransız Lisesinde tamamladım.

1991 yılında Yıldız Üniversitesi Mühendislik Fakültesi Makina Mühendisliği Bölümünden mezun oldum. Şu anda Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde İşletme Yönetimi Bölümünde Yüksek Lisans öğrenimimi bitirme aşamasındayım.

Fransızca ve İngilizce bilmekteyim.