

**T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

VADELİ İŞLEM PİYASALARI VE RUSYA UYGULAMASI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan: Daniyar MURATOV

Ankara, 2008

**T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

VADELİ İŞLEM PİYASALARI VE RUSYA UYGULAMASI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan:
Daniyar MURATOV**

**TEZ DANIŞMANI:
Doç. Dr. Güven SAYILGAN**

Ankara, 2008

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

**VADELİ İŞLEM PİYASALARI VE RUSYA
UYGULAMASI**

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Güven SAYILGAN

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı

İmzası

Doç. Dr. Hasan ŞAHİN

.....

Doç. Dr. Güven SAYILGAN

.....

Doç. Dr. Kadir GÜRDAL

.....

Tez Sınavı Tarihi : 2008

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	8
BİRİNCİ BÖLÜM	11
VADELİ İŞLEM PİYASALARININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ	11
1.1. Vadeli İşlem Kavramı.....	11
1.2. Vadeli İşlem Piyasalarının Tarihçesi.....	12
1.3. Vadeli İşlemlerin Unsurları.....	15
1.3.1. Vadeli İşlemlerin Tarafları.....	16
1.3.2. Vadeli İşlem Sözleşmesi.....	18
1.3.3. Vadeli İşlem Sözleşmelerine Konu Olan Ürünler.....	19
1.3.4. Vadeli İşlem Borsaları.....	22
1.4. Vadeli İşlemler Türleri.....	23
1.4.1. Forward İşlemler.....	23
1.4.1.1. Forward Döviz Sözleşmeleri.....	25
1.4.1.2. Forward Faiz Sözleşmeleri.....	26
1.4.1.3. Ticari Mal Forward Sözleşmeleri.....	27
1.4.2. Futures İşlemler.....	27
1.4.2.1. Futures Piyasalarının Özellikleri	28
1.4.2.1.1. Standartlar.....	28
1.4.2.1.2. Futures Borsaları.....	29
1.4.2.1.3. Takas Merkezi.....	30
1.4.2.1.4. Marjin ve Günlük Marjin Mutabakatı.....	31
1.4.2.1.5. Pozisyon Kapatma.....	32
1.4.2.2. Futures İşlemlerin Çeşitleri.....	33
1.4.2.2.1. Döviz Futures Sözleşmeleri.....	33
1.4.2.2.2. Faiz Futures Sözleşmeleri.....	34
1.4.2.2.3. Endeks Futures Sözleşmeleri.....	38
1.4.2.2.4. Futures Opsiyonları.....	38
1.4.2.2.5. Mal Futures Sözleşmeleri.....	39
1.4.3. Opsiyonlar.....	39
1.4.3.1. Opsiyon Çeşitleri.....	40
1.4.3.2. Opsiyonların Temel Özellikleri.....	42

1.4.4. Swap.....	42
İKİNCİ BÖLÜM.....	44
VADELİ İŞLEM PİYASALARININ İŞLEYİŞİ VE FONKSİYONLARI.....	44
2.1. Vadeli İşlem Piyasalarındaki Kurallar Ve Düzenlemeler.....	44
2.1.1. Vadeli İşlem Borsalarının Organizasyonu.....	45
2.1.1.1. Borsa Komisyonu (Exchange Commission).....	47
2.1.1.2. Takas odası (Clearing House).....	47
2.1.1.3. Borsa Üyeleri (Exchange Members).....	49
2.1.1.4. Komisyon Acentaları (Commission Merchant).....	50
2.1.1.5. Müşteriler (Customers).....	50
2.1.2. Vadeli İşlem Piyasalarının İşleyişi.....	50
2.1.2.1. Futures Piyasalarının Pratikteki İşleyişi.....	50
2.1.2.2. Hesap Açılması ve Emrin Verilmesi.....	51
2.1.2.3. Emrin Yerine Getirilmesi ve Takas Fişinin Hazırlanması.....	52
2.1.2.4. Takas Odası, Denkleştirme ve Teslim.....	53
2.2. Dünyada Vadeli İşlemler.....	53
2.2.1. Çeşitli Ülkelerdeki Vadeli İşlem Piyasaları.....	57
2.2.1.1. Kuzey Amerika Borsaları.....	59
2.2.1.2. Avrupa Borsaları.....	60
2.2.1.3. Asya Pasifik Borsaları.....	61
2.3. Vadeli İşlem Piyasalarının İşlevleri.....	61
2.3.1. Vadeli İşlem Piyasalarının Ekonomik Katkıları.....	63
2.3.2. Gelişmekte Olan Piyasalarda Vadeli İşlemlerin Rolü.....	64
2.3.3. Vadeli Piyasaların Spot Piyasalar Üzerindeki Olası Etkileri.....	66
2.3.4. Vadeli Piyasalardan Kaynaklanan Riskler.....	69
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	72
1992-2006 YILLARINDA RUSYA'DA VADELİ İŞLEM PİYASASINDAKİ UYGULAMALAR.....	72
3.1. Rusya Vadeli İşlem Piyasasının Tarihsel Gelişimi.....	72

3.1.1. Birinci Gelişme Aşaması (ABD Doları Üzerine Yazılan Futures Sözleşmeleri).....	72
3.1.2. İkinci Gelişme Aşaması (Devlet Kısa Vadeli Tahviller Üzerine Yazılan Futures Sözleşmeleri).....	80
3.1.3. Üçüncü Gelişme Aşaması (Hisse Senetler Üzerine Yazılan Futures Sözleşmeleri).....	84
3.1.4. 1998 Yılındaki Kriz.....	88
3.1.5. Dördüncü Gelişme Aşaması (Rusya Vadeli İşlem Piyasasının Tekrar Canlandırılması).....	92
3.1.6. Beşinci Gelişme Aşaması (Rusya Vadeli İşlem Piyasasının Gelişme Eğiliminin Dünya Piyasasının Gelişme Eğilimiyle Yakınlaşması).....	94
3.2. Rusya Vadeli İşlem Piyasasının Analizi.....	94
3.2.1. Dünya Organize Vadeli İşlem Piyasası.....	95
3.2.2. Rusya Organize Vadeli İşlem Piyasası.....	97
3.2.3. Rusya'daki Vadeli İşlem Piyasasının Gelişmesine Engel Olan Faktörler.....	107
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	111
ÖZET.....	118
ABSTRACT.....	119
KAYNAKÇA.....	120
EK.....	126

TABLÖLAR

Tablo 1.1: Dünyada Faiz Futures Sözleşme Detayları.....	35
Tablo 2.1: İlk Vadeli İşlem Sözleşmeleri	54
Tablo 2.2: Dünya Vadeli İşlem Borsaların Opsiyon ve Futures Sözleşmelerinin İşlem Hacimlerine Göre Sıralaması (2006 yılı).....	58
Tablo 3.1: MMVB’da İşlem Gören ABD Doları Kurunun Dinamiği (Ruble / Dolar).....	78
Tablo 3.2 2001–2006 Yılları Arasındaki Rusya Organize Vadeli İşlem Piyasasının Yapısı (Borsalara göre).....	99
Tablo 3.3 2001–2006 Yılları Arasında Futures Ve Opsiyon Sözleşmelerine göre Piyasa Cirosunun Dinamiği (milyon ruble).....	100
EK Tablo 1: Rusya’daki Döviz Piyasasının (Dönüştürme İşlemlerin) FOREX Küresel Döviz Piyasa Cirosunun Yapısındaki Yeri.....	129
EK Tablo 2: Faiz Vadeli Piyasasının Dünyadaki Ortalama Günlük Cirosu (Nisan 2004 Yılı).....	137

ŞEKİLLER

Şekil 1.1: Opsiyon Piyasasında Haklar Ve Yükümlülükler.....	40
Şekil 2.1: Vadeli İşlem Borsalarında Organizasyon Şeması.....	46
Şekil 2.2: Takas İşleminin Gerçekleştirilmesi.....	48
Şekil 3.1: 1996 Yılındaki Toplam Ticaret Cirosunda ABD Doları ve GKO Futures’lerin Paylarının Dinamiği.....	77
Şekil 3.2: 1997 Yılında Rusya Borsasında Kurumsal Menkul Kıymetleri İle İlgili Futures Sözleşmelerinin Ticaret Hacmi.....	85
Şekil 3.3: Dünya Organize Vadeli İşlem Piyasasının İşlem Hacmi.....	95
Şekil 3.4: Dünya Organize Vadeli İşlem Piyasasının Açık Pozisyonlar Hacmi.....	96
Şekil 3.5: Rusya Organize Vadeli İşlem Piyasası: Dünya Eğilimini İzleyerek.....	98
Şekil 3.6: MMVB Borsasındaki Dayanak Varlıkların Dinamiği.....	101
Şekil 3.7: Organize Vadeli İşlem Piyasalar Ticaret Cirosunun Ortalama Yıllık Artışı (2004–2006).....	102
Şekil 3.8: Organize Vadeli İşlem ve Spot Piyasaların Hacim Oranları.....	103
Şekil 3.9: Rusya Organize Vadeli İşlem Piyasası 2006 Yılın Sonuçları.....	104

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
a.g.e.	: Adı geçen eser
CBOE	: Chicago Opsiyon Borsası Kurulu
CBOT	: Chicago Board of Trade
CFTC	: Commodity Futures Trading Commission Vadeli İşlemler Mal Ticareti Komisyonu
CME	: Chicago Mercantile Exchange
LIFFE	: London International Financial Future
NFA	: National Futures Association
OTC	: Over the counter
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
S&P500	: Standart & Poors 500 Endeksi
NVA	: Rusya Ulusal Döviz Birliği
RTS	: Rusya Ticaret Sistemi Borsası
MMVB	: Moskova Bankalar arası Döviz Borsası
SPFB	: San Petersburg Menkul Kıymetler Borsası
MCFB	: Moskova Merkez Menkul Kıymetler Borsası
MTB	: Moskova Mal Borsası
RB	: Rusya Borsası
RTSB	: Rusya Mal – Hammadde Borsası
MBCM	: Moskova Madeni Metaller Borsası
SPVB	: San Petersburg Döviz Borsası
EFB	: Ekaterinsburg Menkul Kıymetler Borsası
BM	: Metal Borsası
MIBOR	: Moscow Interbank Offered Rate
GKO	: Kısa Vadeli Devlet Tahvilleri
OFZ	: Federal İkras Tahvilleri
BRIC	: Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin

GİRİŞ

Bu çalışma Rusya’da vadeli işlem piyasa gelişmesine adanmıştır. Vadeli işlem piyasasının ekonomik sistemindeki önemin teorik gerekçeler, vadeli piyasa öz ve fonksiyonların tayin edilmesi, Rusya’da vadeli işlem piyasasının bugünkü durumunun değerlendirmesi, piyasa gelişmesini engelleyen temel faktörlerin meydana çıkarılması ve bunların telafi edilmesine yönelik öneriler gereksinimi konunun güncelliğini belirlemektedir.

Dünyada menkul kıymet piyasaları iki temel alt kümeden oluşmaktadır. Bunlardan birincisi menkul kıymetlerin doğrudan ticaretinin yapıldığı, spot ya da nakit piyasalardır. İkincisi ise menkul kıymetlerin veya malların üzerine yazılan vadeli sözleşmelerin ticaretinin yapıldığı piyasalardır ve bunlara genel olarak vadeli işlem piyasaları adı verilmektedir. Nakit piyasaların vadeli işlem piyasalarına göre, doğal olarak, çok daha eskilere dayanan bir tarihi vardır; buna karşın dünya vadeli işlem piyasalarının nakit piyasalara göre oldukça canlı, yeniliğe açık ve gelişme sever bir yapıya sahip olduklarını söylemek de mümkündür. Vadeli işlem piyasaları hızlı büyümelerini 20 yüzyılın son otuz yılının bütününe yaymıştır. Herhangi bir menkul kıymet çeşidinin geliştirilmesi onyıllar, hatta yüzyıllar alabilirken tek bir menkul kıymet çeşidi üzerine yazılmış çok sayıda vadeli sözleşmeler türü birkaç on yıl içerisinde piyasalarda işlem görmeye başlayabilmiştir.

Bugün vadeli işlem piyasaları başlı başına temel bir piyasa unsuru haline gelmiştir.

Konu tayin edilmesinin önemi; Rusya’da vadeli işlem piyasasının araçlarına çeşitli kuruluşlar tarafından (bankalar, yatırım kuruluşları, işletmeler, kimi devlet organları) sabit ilgi artırımı gözlenmektedir. Bu durum şöyle açıklanabilir, vadeli sözleşmeler ekonomik risklerin aktarım fonksiyonunu yerine getiriyorlar. Bunun dışında vadeli araçların kullanılması; yatırım gerçekleştirilmesinde kar artırılmasına, portföy yapısını optimize edilmesine, vadeli işlem piyasasının bazı katılımcıların mali durumlarının istikrara kavuşturulmasına, ters ve büyük dalgalanmalarının

yumuşatılmasına, spot piyasaların sonraki gelişme eğiliminin belirlenmesine imkân vermektedir.

Vadeli işlem piyasası ve üzerinde yapılan işlemler bilimsel araştırmaya ilginç bir alanı teşkil etmekle beraber pratik anlamda da geçerlilik kazanmaktadır. Bu durum adı geçen konunun tez araştırması olarak seçilmesinin nedeni olmaktadır.

Rusya uygulamasında bir çok yazarın (Burenin A.N., Volkov A.M., Galanov V.A., Degtyareva O.I., Kandinskaya O.A., Sidorovich V.A., Chesnokov A.S.) vadeli işlemler hakkında çalışmaları bulunmaktadır. Fakat vadeli ürünler hakkında yazılmış olan monografiler ve akademik kaynakların çoğu teorik eğilime sahip olmaktadır.

Bu kaynaklar yeterli ölçüde Rusya’da vadeli işlem piyasası gelişme sürecinin kapsamlı değerlendirmesini, bu süreci etkileyen faktörleri ve vadeli işlem piyasası ile diğer finansal piyasanın parçaları arasındaki ilişkiyi yansıtmıyorlar. Bunun dışında, finansal ve vadeli işlem piyasalarında olan sabit değişme koşullarında, önceden yapılmış olan bilimsel sonuçlar bu konuda olup biten değişimleri çoğu zaman açıklamayabilir ve temellendiremeyebilirler. Bu nedenle bilimsel sonuçların sürekli düzeltilmesi ve geliştirilmesi gerekmektedir.

Dolayısıyla, bu çalışmanın amacı vadeli işlem piyasa aslı ve fonksiyonlarının tanımından, söz ettiğimiz piyasanın cari durumunun kapsamlı analizinden, gelişme yollarının belirlenmesinden ve alışveriş mekanizmasının yetkinleştirmesinden ibarettir.

Çalışmamızın amacından hareket ederek ulaşmak istediklerimizi şu şekilde sınıflayabiliriz:

- Vadeli işlem piyasasının hem tüm ekonomiye hem de diğer katılımcılarına önemli olduğunu göstermek ve teorik olarak temellendirmek;
- Rusya vadeli işlem piyasasının analizine bakarak, Rusya’da türev ürünlerin doğmasının, söz ettiğimiz ürünlerin ortaya çıkmasının objektif önkoşulların temel sebeplerini ortaya çıkartmak;
- Rusya vadeli işlem piyasasının gelişme sürecinin esas etaplarını (aşamalarını) incelemek ve bir etaptan diğer etaba geçmeyi belirleyen faktörleri saptamak;

- Vadeli piyasadaki işlemlerin düzenleme sorusuna devlet yaklaşımını analiz etmek;
- Rusya vadeli işlem piyasasının gelişme yolundaki temel problemlerini tespit etmek ve çözüm yöntemlerini bulmayı denemek;
- Vadeli işlem piyasasında esas sektörlerin durumunu değerlendirmek ve bu sektörlerin en uygun gelişme yollarını göstermek;
- Rusya vadeli işlem piyasasının etkin şekilde gelişmesi için, finansal piyasaların küreselleşmesini hesaba katarak, tavsiyeler hazırlamak.

Belirlenen hedefler çerçevesinde hazırlanan bu çalışmanın birinci bölümünde vadeli işlem piyasalarının tanımı, kavramsal analizi ve gelişimi üzerinde durulmuştur. İkinci bölümünde vadeli işlem piyasalarının işleyişi ve fonksiyonları ile dünyadaki durumu incelenmiştir. Üçüncü bölümünde ise Rusya'daki vadeli işlem piyasasının ne durumda olduğu, bu piyasalar Rusya için önemi ve ne tür çalışmalar yapıldığı bulunmuştur. Ayrıca Rusya'da vadeli işlem piyasasının gelişmesine engel olan faktörler incelenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

VADELİ İŞLEM PİYASALARININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ

1.1. Vadeli İşlem Kavramı

Finansal piyasalar bu günkü gelişmişlik düzeyine uzun süren tarihsel dönemler sonucunda ulaşmıştır. Bu gelişim malların fiziki olarak hazır bulunduğu, alım satımının yapıldığı piyasalardan çıkarılması yoluyla oluşturulmuştur. İlk aşamada spot işlemlerin olduğu bir piyasa yapısı, spot işlem yanında vadeli işlemlerin gerçekleştirilmeye başlanması ikinci aşama olarak görülmektedir. Bu işlemlerle ilgili ürün çeşitliliğinin artmasını ve sonrasında teknolojik olanaklar vadeli piyasaların gelişimini ve globalleşmesini sağlamıştır.¹

Spot ve vadeli piyasa farkı gerçekleştirilen alım-satım işlemi sonucunda el değiştiren kıymetlerin vadesinden ileri gelmektedir. Spot piyasalar, belli miktarda bir mal veya kıymetin ve bunların karşılığı olan paranın işlemin ardından alım satımın yapıldığı gün veya takip eden günün akşamına kadar el değiştirdiği piyasalardır. Vadeli piyasalar, ilerideki bir tarihte teslimatı veya nakit uzlaşması yapılmak üzere herhangi bir malın veya finansal aracın, bugünden alım satımının yapıldığı piyasalardır. Vadeli piyasaların tanımı forward, futures, opsiyon ve swap işlemlerinin tamamını içermektedir. Esas itibarıyla, vadeli piyasalar kavramı türev piyasaları, vadeli işlem sözleşmesi ise “futures” sözleşmelerini ifade etmektedir. Daha çok tezgahüstü piyasada yapılmakta olan ve İngilizce adı forward olan sözleşmeler ise Türkiye’de de forward olarak adlandırılmaktadır. Opsiyon kavramı ise “options” sözleşmelerini ifade etmektedir².

Vadeli işlemin özünde ileri bir tarihte gerçekleşecek olan alım ya da satım işleminin fiyatının bugünden belirlenip, anlaşmaya bağlanması yatmaktadır. Bu

¹ İzmir Ticaret Borsası, Vadeli İşlem Borsası İçin Temel Rehber (Futures Ve Options), İzmir Ticaret Borsası Yayını, Yayın No:51, İzmir, Eylül 1993, s:5

² Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği (TSPAKB), Türev Araçlar, Vadeli işlemler Ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi, Türev Araçlarla Arbitraj Ve Korunma, TSPAKB Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Lisansı Eğitim Notu, Aralık 2002, s:4

sayede gelecekte yatırım alanında meydana gelebilecek risk faktörü en aza indirgenmeye çalışmaktadır.

1.2 Vadeli İşlem Piyasalarının Tarihçesi

Vadeli işlemler oldukça eski tarihlere dayanmaktadır. Kayıtlardaki ilk vadeli sözleşme Eski Yunan'daki Milet'li filozof Thales'in kışın, bahardaki zeytin hasadı için yağhaneler üzerine yaptığı ve günümüzdeki alım opsiyonlarına benzeyen pazarlıklara kadar gitmektedir.³

Bugünkü anlamdaki organize borsalarda işlem gören vadeli işlem (futures) sözleşmelerine benzer ilk uygulama, 1697 yılında Japonya'da ortaya çıkmıştır. Japon feodal sisteminde toprak sahipleri pirinç üretimlerini teminat göstererek, ekonomide para gibi kabul gören alını sertifikaları çıkarmışlardır. Pirinç fiyatlarındaki oynamalara göre, sertifikaların değerlerinin değiştiği gözlenince, ilk spekülâtörler ve ilk vadeli işlem piyasası, Japonya'nın önemli bir liman kenti olan Osaka'da Dojima Pirinç Piyasası adı altında doğmuştur. Ancak bu, sertifikalar, fiziki pirinç teslimatına izin vermediğinden, zamanla nakit piyasadaki pirinç fiyatlarıyla ilişkisi kopmuş ve aşırı spekülâtif hale gelmiştir. Bunun sonucu olarak, 18. yüzyıl'da bir süre için Japon hükümetince yasaklanan vadeli işlemler, daha sonra, fiziki teslimata izin verilen ve daha sıkı düzenlemeler getiren bir yapıda tekrar başlatılmıştır.⁴

Ancak ilk düzenli vadeli işlem borsası Chicago'da 19. yüzyılın ortalarında kurulmuştur. Birleşik Devletlerde vadeli işlem piyasalarının Chicago'da başlaması ve gelişmesi kısmen bölgenin bulunduğu alanın stratejik özelliğinden kaynaklanmaktadır. Chicago'nun; büyük göller liman kenti olması, yolların kesinleştiği bir merkez durumunda bulunması, Amerika'da Orta Batı'nın büyük çiftliklerine yakınlığı ticari açıdan gelişmeye en uygun bir yöre konumunda olmasını sağlamıştır⁵. Gelişen sanayinin etkisiyle çiftçilerin üretim kapasitelerinin artması ve ulaştırma-iletişim olanaklarının gelişmesi, yerel pazarlardan uluslararası pazarlara

³ Karatepe Yalçın, Türev Piyasaları (Futures-Opsiyon-Swap), Ankara: A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını, Yayın No:587, 2000, s:5

⁴ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Eğitim Yayınları, No:1, İstanbul, 1995, s:402

⁵ İzmir Ticaret Borsası, a.g.e., s:3

doğru genişlemeye yol açmıştır. O dönemde taşımacılık ve ticaretin merkezi Chicago şehri olduğundan çiftçiler ve sanayiciler ürünlerini ülke içi ve dışına pazarlamak için buraya getirmekteydiler. 1830'larda henüz tren yollarının inşa edilmediği ve altyapının (buğday siloları gibi) yetersiz kaldığı ortamda, hasat zamanı ürünlerini aynı anda buraya getirmek zorunda kalan çiftçiler arz fazlası sorunuyla karşılaşıyorlardı. Bu durumdan kaçınmak isteyenler ürünlerini daha önceden satmaya başladı. Böylece çiftçinin fiyat riski, alıcıya transfer edilmekteydi. Gelecekte ürün teslimatını garantiye almaktan çok, fiyat değişimlerinden yararlanmak isteyen spekülörlerin de ortaya çıkmasıyla, çiftçinin fiyat riskini taşıyacak bir grup daha devreye girmiş oldu. Forward işlem olarak nitelendirilebilecek bu sözleşmelerin her iki tarafa da planlama kolaylıkları getirmesine karşın, taraflardan birinin taahhüdünü yerine getirmeme riski her zaman söz konusuydu. Ayrıca ürünün kalitesi standart olmadığı için bir belirsizlik doğmaktaydı. Bu riskleri ortadan kaldırmak ve karşılaşılan sorunlar çözmek amacıyla, tahıl üreticileri bir araya gelerek organize bir borsada vadeli işlemleri gerçekleştirmek için Chicago Ticaret Kurulu'nu (Chicago Board of Trade-CBOT) kurdular⁶. Seksen iki üye ile kurulan bu borsada 13 Mart 1851 tarihinde ilk vadeli sözleşmesi akdedilmiştir. Bu sözleşme kile başına 1 cent fiyatla 3000 kile tutarında mısırın Haziran teslimini düzenleyen bir forward sözleşmesiydi⁷.

Ancak, forward sözleşmelerde sözleşmenin hiçbir teriminin edilmemiş olması, ayrıca alıcı ve satıcıların da yükümlülüklerini çok defa yerine getirmemeleri, ticari işlemlerde güçlük ve riskler ortaya çıkıyordu. Bu nedenle 1865'te ilk defa yine CBOT tahıl ticaretinin düzenlenmesinde bir adım daha atarak vadeli sözleşmesi (futures contracts) adı verilen ve ticareti yapılan malın türünü, kalitesini, miktarını, teslim tarihini ve teslim yerini standartize eden, sadece fiyatı boş bırakan tipte bir araç uygulamaya başlamıştır.

⁶ TSPAKB, a.g.e., s:5-6

⁷ Tufan Ekrem, Futures İşlemlerin Piyasa Etkinliğine Olan Etkisinin Test Edilmesi: İstanbul Altın Borsası Uygulaması, Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:1283, 2001, s: 7

İlk vadeli işlemlere karşı bazı ülkelerde hükümet tarafından tepki gösterilmiştir. Örneğin, Almanya'da çıkarılan bir yasa ile tahıl üzerine düzenlenen bütün vadeli sözleşmeler, 1896 ile 1900 yılları arasında yasaklanmıştır. Aynı şekilde ABD'de de vadeli işlemlere karşı çıkılmıştır. Illinois Meclisi 1867'de çıkardığı bir yasa ile vadeli işlemleri kumar olarak nitelemiş ve vadeli işlemlere taraf olanları 1000 \$ para ve bir yıllık hapis cezası ile cezalandırma kararı almıştır⁸.

20. yüzyıla gelindiğinde özellikle bu yüzyılın son çeyreğinde, 1971 yılında, tüm para birimlerinin belirli bir altın standardına bağlanmasını sağlayan Bretton Woods anlaşmasının tamamıyla yürürlükten kalkması ve piyasalarda yaşanan yüksek dalgalanmaların ardından, ilk olarak 1972 yılında Chicago Mercantile Exchange (CME) bünyesinde International Monetary Market'in (İMM) kurulması ile döviz dayalı vadeli sözleşmeleri (currency futures) işleme açılmıştır. Daha sonra ise finansal vadeli işlem sözleşmeleri büyük bir hızla popüler hale gelmeye başlamış ve 1975 yılında Chicago Board of Trade (CBOT) bünyesinde Government National Mortgage Association (GNMA) sözleşmeleri ile birlikte ilk faize dayalı vadeli sözleşmeleri de işlem görmeye başlamıştır.

Bu aşamadan sonra ise piyasa risklerini üstlerine alarak, fiyat değişimlerinden yararlanmak isteyen spekülâtörlerin çoğalması ile bu piyasalar daha popüler ve akışkan bir hale gelmiş, çeşitli borsalarda, değişik mal, menkul kıymet ve yabancı para üstüne vadeli işlemler yapılmaya başlanmıştır. Dünyada ilk hisse senedi endeksi üzerine vadeli işlemler 24 Şubat 1982 tarihinde Kansas City Board of Trade (KCBT) tarafından Value Line Composite Index'i üzerine düzenlenmiştir. 1982 Nisanı'nda S&P 500 Index'i üzerine işlemlere başlanan ve Chicago Mercantile Exchange bünyesinde bulunan vadeli ve opsiyonlu işlemler pazarı ise günümüzde cirosu en yüksek olan vadeli işlem piyasalarındandır. ABD'nde yaşanan bu gelişmeler görülmüş, bazı ülke borsalarının birleşmesiyle cirosu oldukça yüksek alım satım

⁸ Richard J. Teweles, Charles V. Harlow and Herbert L. Stone, The Commodity Futures, McGraw-Hill Inc., New York, 1977, Third Edition, s:11

platformları oluşmuştur. Örneğim Almanya-İsviçre ortaklığı ile kurulan Eurex Borsası bugün işlem hacminde Chicago'daki borsalarla yarışır bir konuma gelmiştir⁹.

Finansal devrim olarak adlandırabileceğimiz bu süreç finansal piyasalarda rekabeti ve performansı artırırken piyasalar arası entegrasyon ve küreselleşmeye koşut olarak bu piyasalardaki riski büyük ölçüde artırmıştır. Döviz kurları, faiz oranları, menkul kıymet ve varlık fiyatları çok daha oynak (volatil) hale gelirken, kredi, fiyat, likidite, kur ve faiz riski gibi birçok risk de artmıştır.

80'li yıllarda elektronik işlem sistemlerinin gelişmesi ile hızlanan sermaye piyasalarının globalleşme eğilimi türev enstrümanlar piyasasına olumlu etki yapmış ve bu piyasalarının hızla gelişmesine yol açmıştır. Günümüzde dünyada bir çok gelişmiş ülkedeki vadeli işlemler ve opsiyon borsaları faaliyetlerini artan işlem hacimleri ile sürdürürken, gelişmekte olan ülkelerde de bu borsaların faaliyetleri devam etmekte yada açılması için çalışmalar sürdürülmektedir.

Vadeli işlemlerin tarihsel gelişmesine tekrar göz atacak olursak: önce mala dayalı vadeli işlemlerin ortaya çıktığını¹⁰ ve forward türünde başladığını görmekteyiz. Daha sonra organize borsalarda mala dayalı futures işlemler başlamış ve buradan da finansal araçlara dayalı vadeli işlemlere geçilmiştir. Son aşamada ise; opsiyon, swap ve sentetik sözleşmeler piyasada işlem görmeye başlamıştır.

1.3. Vadeli İşlemlerin Unsurları

Vadeli işlemlerin unsurları, bu işlemleri oluşturan taraflar yani piyasa katılımcıları, vadeli sözleşmesi, bu sözleşmeye konu olan dayanak varlıklar ve işlemin yapıldığı piyasadır. Basit bir anlatımla vadeli işlem piyasalarında piyasa katılımcıları bir araya gelerek çeşitli dayanak varlıklar üzerine yapılmış sözleşmeler üzerine işlem yapmakta yani onları alıp satmaktadırlar. Her bir unsur kendine göre pek çok özellik taşımaktadır.

⁹ İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü, Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş, İMKB Yayınları, Kasım 2002, s:1-2

¹⁰ Aksel Ayshe Eyüpoğlu, Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları, SPK Yayınları, No:21, Ankara, 1995, s:36

1.3.1. Vadeli İşlemlerin Tarafları

Vadeli işlem piyasaları, değişik risk gruplarında farklı risk profillerine sahip birçok piyasa katılımcısı kullanmaktadır. Bu katılımcıların bir kısmı, piyasada ufak çaplı pozisyon tutan ve alım-satım işlemi yapmak isteyen küçük bireysel yatırımcılar olurken, katılımcıların büyük bir kısmı ise bankalar, sigorta şirketleri, sanayi şirketleri gibi büyük ölçekli finansal kurumlar ve holdingler olmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, vadeli piyasalarda işlem yapan yatırımcılar üç ana grup altında toplanabilir.¹¹ Bunlar;

- a. Riskten korunmak isteyenler (hedgers)
- b. Spekülatörler
- c. Arbitrajcılar

Bunlar piyasa koşulları içinde vadeli işlem piyasaları kullanarak açık pozisyonları için hedge yapmaya, risksiz kazanç için arbitraja ve riski göze alarak kar elde etmek için spekülasyona yönelmektedirler.¹² Bu üç grubun dışında vadeli işlem piyasalarının bir diğer kullanıcıları ise bilgilenme amacıyla piyasayı pasif olarak kullananlardır. Bunların amacı özellikle nakit piyasada oluşabilecek dengesizlikleri ve piyasada oluşan gelecek beklentilerini izlemektir.

Riskten Korunmak İsteyenler: Hedge işleminin başta gelen amacı şimdiki ya da gelecekteki nakit pozisyonundan doğabilecek riski azaltmaktır. Spot piyasalardaki fiyatların yükselmesinden korunmak için vadeli işlemlerde alıcı olmak (uzun pozisyon sahibi ya da uzun taraf), spot piyasalardaki fiyatların düşmesinden korunmak için de vadeli işlemlerde satıcı taraf olmak (kısa pozisyon sahibi veya kısa taraf) hedger olan üretici ya da yatırımcının iki ana stratejisidir.¹³ Hedging finansal ya da finansal olmayan kuruluşlar tarafından çok fazla kullanılır. Bir banka, mevduatının gelecekteki maliyetini hedge etmek isteyebilir ya da bir sanayi malı üreticisi firma, aldığı borçların gelecekteki maliyetini azaltmak için hedge yapmayı

¹¹ Yılmaz Mustafa K., Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Currency Futures), İstanbul: Der Yayınları, Yayın No: 339, 2002, s:22-23

¹² Chambers Nurgül R., Türev Piyasalar, İstanbul: Avcıol-Yayın, 1998, s:153

¹³ Takasbank, Vadeli İşlemler, Takasbank Eğitim Yayınları No: 8, Kasım 1996, s:3

tercih edebilir. Birden fazla ülkede üretim yapan çokuluslu bir firma, değişik para birimleri arasında gelecekteki döviz kurlarını hedge etmek isteyebilir.¹⁴

Spekülatörler: Geleceğe yönelik fiyat belirsizliklerinin olduğu bir ortamda, gelecekteki fiyatları başkalarından daha iyi tahmin etme yetisine sahip olduklarına inanan ve bu inançla risk taşımayı kabul eden kişilerdir.¹⁵ Spekülatörler üç grupta toplanabilirler:

- Küçük işlemciler (Scalpers): Bu kişiler çok kısa zaman dilimi içinde alım satım yaparlar ve çok küçük fiyat değişimleri karşısında alış veya satış yaparlar. Bir sözleşmeyi birkaç dakika içinde alır ve satarlar.

- Günlük İşlemciler (Day Traders): Gün içinde bir yada birkaç pozisyon alıp seans sonuna doğru bu pozisyonlarını kapatan işlemcilerdir. O/N pozisyon almazlar ancak, piyasaya küçük işlemcilere göre daha geniş bakarlar.

- Pozisyon işlemcileri: Üstlendikleri pozisyonları belli bir seviyeye dek uzun süre ellerinde tutarlar. Fiyat trendlerinden kazanç elde etmeyi beklerler.¹⁶

Piyasalarda hedger'lerden spekülatörlere doğru bir nakit akışı vardır. Çünkü spekülatörler, hedgerların uzaklaştırmak istedikleri riskleri üstlenerek bunun karşılığında kazanç elde etmeyi beklerler. Futures ve opsiyon piyasalar spekülasyon için alternatif araçlar sağlarlar. Piyasadan doğrudan hisse senedi veya tahvil almak yerine, yatırımcıların çoğu opsiyon ve futures olarak spekülasyon yapmayı tercih ederler. Çünkü zaman zaman nakit piyasada spekülasyon yapmada bazı problemlerle karşılaşmaktadırlar. Bunlardan biri, cari piyasada cari pozisyonda kısa pozisyonda spekülasyon yapmaya degecek yeterli hacimde varlık bulmanın güçlüğüdür. Burada işlem yapmanın en önemli avantajı da yüksek kaldıraç etkisidir. Küçük tutarda bir

¹⁴ Chambers, a.g.e., s:154

¹⁵ Erol Ümit, Vadeli İşlem Piyasaları Teori ve Pratik, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Emir Ofset Matbaacılık Ltd. Şti., Mayıs 1999, s:3

¹⁶ Namık Kemal Uyanık, Bir Bölüm Finansal İşlemler Ve Vergilendirmeleri, İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No:226, 2001, s:15

¹⁷ Chambers, a.g.e., s:185

sermaye ile kısa ya da uzun pozisyona girilerek yüksek kazançlar sağlanabilmektedir.¹⁷

Arbitrajcılar: Arbitraj “elde edilen risksiz kazanç”tır. Arbitrajcılar ise piyasalar arasındaki fiyat dengesizliklerinden yararlanmayı amaçlayan kişilerdir. Dolayısıyla bu kişiler piyasaların birbirleriyle uyumlu ve dengeli hareket etmesini ve gerçekçi fiyat oluşumunu sağlarlar.¹⁸

Değişik piyasalarda oluşan fiyat farklılıklarından yararlanmak sebebiyle yapılan hisse senedi, değerli maden ve evrak işleri de arbitraj kapsamına girmektedir.

Gerek döviz pozisyonunu dengelemek, gerekse kur farkından yararlanmak veya harici bir müşteri talebini karşılamak amacıyla bankalar tarafından yapılan döviz tahvil işlemleri bir arbitraj işlemidir. Etkin çalışan piyasalarda bu şekilde arbitraj fırsatlarının oluşmayacağı beklenir. Arbitraj imkânının doğması halinde de bilinçli işlem yapan arbitrajcıların yapacakları işlemler ile fiyatların arbitraj olmayacak seviyeye doğru hareket etmeleri beklenir.

Örneğin, Bir mal coğrafi olarak farklı yerlerde farklı iki fiyattan işlem görüyorsa arbitrajcı hemen ucuz olan yerden alır, pahalı olan yerde satarak risksiz kazanç elde eder. Aynı şekilde spot piyasalar ile vadeli piyasalar arasındaki taşıma ilişkisi sonunda oluşması gereken fiyattan farklı seviyelerde fiyat oluşması durumunda arbitrajcılar devreye girerek ucuz olan piyasada alış, pahalı olan piyasada satış yaparak piyasaları dengeler. Ancak etkin piyasalarda arbitraj işlemleri ile risksiz kar elde etme imkânı genel olarak mümkün olmamaktadır.¹⁹

1.3.2. Vadeli İşlem Sözleşmesi

Vadeli sözleşmesi; belirlenen bir tarihte, fiyatta, miktarda, kalitede ve yerde, satıcının alıcıya bir malı veya aracı, alıcının satıcıya bunların nakit değerini karşılıklı

¹⁸ Chambers, a.g.e., s:175

¹⁹ İstanbul Ticaret Odası, Vadeli İşlemler Ve Opsiyon Borsaları, İstanbul: İTO Yayınları, Yayın No: 2006-19, 2006, s:22

olarak teslim etmesini öngören kanunen bağlayıcı bir anlaşmadır. Her vadeli işlem sözleşmesinde malın ya da aracın el değiştirmesi gerekli değildir. Vadeli işlem sözleşmelerinin en önemli özelliklerinden biri de kolayca elden çıkarılabilmeleridir. Sözleşme konusu aracı teslim almak ya da teslim etmek amacıyla piyasaya giren yatırımcı sayısı da son derece sınırlıdır. Vadeli işlem sözleşmelerinin sadece %2-%3'ü vade bitiminde teslimata konu olurlar.²⁰

Vadeli işlem sözleşmesi esas itibarıyla bir hakkın alım ve satıma ilişkindir. Konusu somut (emtia vb.) veya soyut (endeks vb.) bir varlık olabilir. Bu sözleşmeler diğer özelliklerinin yanında taraflar arasındaki ilişkiye bir zaman unsuru da katmaktadır. Sözleşme yalnızca bir alım satım ilişkisi olmaktan ziyade, vadeye kadar sürecek olan bir ilişkinin bütününe temsil eder. Diğer bir anlatımla, bu sözleşmeler ile pazarlığı yapılan, üzerinde anlaşmaya varılan, yalnızca bir mal değil, vadeye kadar nasıl tasarruf edildiğine bakılmaksızın, o malın devredileceğine ve devralınacağına dair verilen sözdür. İşlem yapmak üzere borsaya gelen taraflar arasında tespit olunan hususlar esas itibarıyla fiyat ve vadedir. Dolayısıyla vadeli işlem sözleşmeleri için “zaman pazarlığı ya da zamana ilişkin pazarlık” ifadesini kullanmak yanlış olmaz. Vadeli işlem sözleşmelerinin genel olarak bir satım akdinden ziyade, bir yatırım, bir sermaye piyasası aracı olarak ele alınmasının ve bu sözleşmelerin gerçekleştirildikleri borsaların emtia borsaları olarak değil de sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü borsalar olarak kabul görmesi gerekir.²¹ Vadeli işlem sözleşmelerinin teknik özelliklerine ise vadeli işlemin çeşidine göre (futures, opsiyon) ilerideki bölümde değinilecektir.

1.3.3. Vadeli İşlem Sözleşmelerine Konu Olan Ürünler

Borsalar, vadeli sözleşmeler ile bu sözleşmelerin işlem göreceği pazarları oluştururken, vadeli işlemin temel alacağı dayanak varlığın belli özelliklere sahip olmasını beklerler. Vadeli işlem sözleşmelerini piyasa tarafından aranan dayanak

²⁰ Ergincan Yakup, Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri, SPK Yayını, No: 33, Ankara, 1996, s:3

²¹ A. Kerem Özşahin, Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, Ankara: SPK Yeterlilik Etüdü, 1999, s:8-9

varlıklar olması için, üzerine vadeli işlem sözleşmesi düzenlenen dayanak varlıkların aşağıdaki şartları sağlaması gerekir:

- 1- Etkin ve derin bir nakit piyasanın varlığı (zaman zaman derin bir spot piyasası olmayan ürünler üzerine de vadeli işlemler yapılmaktadır.)
- 2- Değişken fiyatlar
- 3- Nakit piyasa fiyat düzeyine ilişkin etkin bilgi akışının olması
- 4- Üyelerden güçlü destek ve talep
- 5- Teslimat tarihi geldiğinde, teslimata yetecek kadar ürünün bulunabilmesi
- 6- Engelleyici kurallarının olmaması
- 7- Dayanak varlığın homojen olması
- 8- Spot piyasada oluşan bir ihtiyacın karşılanması.

Vadeli işlem sözleşmelerinin temel aldığı dayanak varlıklar, genel bir sınıflamayla iki gruba ayrılabilir.

a-Finansal varlıklara dayalı vadeli işlem sözleşmeleri²²

i- Uzun dönem devlet tahvilleri: US T- Bond; UK Long Gilts; Deutschland Bunds; İtalyan Devlet Tahvilleri (BTP); Japon Devlet Tahvilleri (JGB); vb.

ii- Orta vadeli devlet tahvilleri: US T- Notes; Orta Vadeli Alman Devlet Tahvilleri (Bobl); vb.

iii- Kısa dönem faiz oranına bağlı varlıklar:

- Üç aylık ABD Hazine Bonosu; üç aylık Fransız Hazine Bonosu; vb.
- Üç ay vadeli Eurocurrency Sözleşmeleri (Eurodollar; Euroyen; LIBOR); vb.
- Üç ay vadeli Mevduat Sertifikası (ABD’de dolar bazında); üç ay vadeli EURO; vb.

iv- Döviz kurları (Currencies): Brezilya Kuruzerosu; Alman Markı; Kanada Doları; Japon Yeni; İngiliz Sterlini; İsviçre Frangı; Fransız Frangı; vb.

²² TSPAKB, a.g.e., s:26

v- Tek tek hisse senetleri için hazırlanan vadeli işlem sözleşmeleri

vi- Endeks üzerine düzenlenen vadeli işlem sözleşmeleri: TOPIX (Japonya, Singapur); IBEX35 (İspanya-MEFF RV); CAC40 (Fransa-MATIF); Ibovespa (Brezilya-BM\$F); S&P100 (ABD-CBOE); ValueLine (ABD); S&P500 (ABD-CME); FT-SE100 (İngiltere-LIFFE); Nikkei 225 (Japonya-Osaka).

vii- Enflasyon oranı ve tüketici fiyat endeksi gibi ekonomik ve hava durumu gibi ekonomik olmayan diğer değişkenler üzerine hazırlanan vadeli işlem sözleşmeleri.

b-Çeşitli mallar üzerine vadeli işlem sözleşmeleri²³

i- Tarım ürünlerine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri

- Soya fasulyesi (soybeans)
- Domuz içkembesi (pork bellies)
- Mısır (corn)
- Canlı sığır (live cattle)
- Soya fasulyesi yağı (soybean oil)
- Kakao (cocoa)
- Kahve (coffee)
- Portakal suyu (orange juice)
- Şeker (sugar)
- Buğday (wheat)
- Yulaf (oats)
- Kereste (lumber)
- Deniz mahsülleri (seafood)

ii- Doğal kaynaklara dayalı vadeli işlem sözleşmeleri

- Altın (gold)
- Gümüş (silver)

²³ TSPAKB, a.g.e., s:27

- Ham petrol (crude oil)
- Isınmada kullanılan petrol (heating oil)
- Alüminyum (aluminum)
- Bakır (copper)
- Paladyum (palladium)
- Platinyum (platinum)

1.3.4. Vadeli İşlem Borsaları

Genel olarak vadeli işlem borsaları; sabit miktarda bir mal, döviz ya da menkul kıymetin önceden belirlenen bir fiyattan, gelecekteki belirli bir tarihte teslim edileceğine ilişkin anlaşmaların yapıldığı borsalardır. Vadeli işlem sözleşmeleri, devletlerin yetki verdiği örgütlü borsalarda işlem görürler. Borsalar alım satım için kurallar koyar ve kolaylıklar sağlarlar. Borsalar sözleşme alım satımı yapmazlar, dolayısıyla fiyat oluşum sürecine doğrudan katılmazlar.²⁴

Vadeli işlem borsalarının temel amacı; ürün veya finansal araç alanların ve satanların fiyat değişiklikleri karşısında kendilerini sağlıklı bir biçimde yönetmelerini yani riskten korunmalarını sağlamak ve tasarruf sahiplerine yeni yatırım alanları olanağını vermektir.²⁵

Vadeli işlem borsaların ortak özellikleri ve amaçları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- 1- Vadeli işlem sözleşmelerinin yapılması için yer sağlamak,
- 2- İşlemlerin yapılabilmesi için kurallar ve standartlar oluşturmak,
- 3- İşlem kuralları ve standartlarının gözetimini ve denetimini yapmak,
- 4- Sözleşme esaslarını düzenlemek,
- 5- Anlaşmazlıkları çözümlmek ve sözleşmelerin hesaplaşmasını garanti etmek,
- 6- Piyasa bilgilerini toplamak ve kamuya yaymak.

²⁴ Ergincan, a.g.e., s:6-7

²⁵ İzmir Ticaret Borsası, a.g.e., s:13

Vadeli işlem borsalarında açık pazarlık usulüyle büyük çaplı işlemler birkaç saniye içinde yerine getirilir. Tüm yatırımcılar alım ve satımlara erişimde eşittirler. İşlemler halka açık olarak yapılır ve fiyatlar kamuya anında iletilir. Nobel ödüllü ekonomist Prof. Paul A. Samuelson'a göre vadeli işlem borsaları, riskten korunan yatırımcıları ve spekülörleriyle, bir ekonomideki risklerin azaltılması ve azaltılamayan risklerin de optimal olarak paylaştırılması işlevini yerine getirirler.²⁶

1.4. Vadeli İşlemler Türleri

Vadeli işlem türleri forward, futures, opsiyon ve swap işlemleridir. Vadeli işlemlerin tarihsel gelişimi incelendiğinde ilk olarak forwardlarla başlayan işlemler türetilip, geliştirilerek diğer çeşitlere ulaşılmıştır. Bildiğiniz kadar organize olmuş borsalarda işlem gören ve asıl konumuz olan vadeli işlem türleri futures ve opsiyonlardır. Bu yüzden türler açıklanırken forward ve swap işlemleri kısaca anlatılarak futures ve opsiyon işlemlerine ağırlık verilecektir.

1.4.1. Forward İşlemler

“Forward” sözcüğü İngilizce kökenli bir sözcüktür ve Türkçe olarak “ileri, ileriye” anlamına gelmektedir.

“Tanım olarak forward sözleşmesi; sözleşmeye konu olan tarafların pazarlık güçleri doğrultusunda yaptıkları karşılıklı görüşmeleri sonucunda oluşan ve satın alan tarafı; döviz, faiz, ticari mal v.b.g. belli bir finansal varlığı, gelecekteki belirli bir tarihte, sözleşmenin yapıldığı tarihte belirlenen belirli bir fiyattan satın almaya (satana da satmaya) zorunlu kılan bir anlaşmadır.”²⁷

Forward sözleşmelerin özellikleri şunlardır:²⁸

1. Forward işlemler, merkezi bir pazar yeri olmayan ve iki mali kuruluş veya bir mali kuruluş ile müşterisi olan şirket arasında gerçekleşen işlemlerdir. Bir taraf alıcı pozisyonuna (long position)

²⁶ Ergincan, a.g.e., s:6-7

²⁷ Selvi Yakup, Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, İstanbul: ARC Yayınlar No:5, Mart 2000, s:8

²⁸ Ceylan Ali, Finansal teknikler, Bursa: Ekin Kitabevi, Ekim 2003, s:370-371

girer ve gelecekteki belirli bir tarihte, daha önceden belirlenmiş fiyattan malı satın almayı kabul eder. Diğer taraf ise satıcı pozisyonuna (short position) girer ve aynı tarihte ve aynı fiyattan malı satmayı kabul eder.²⁹

2. Forward işlemler, çeşitli iletişim araçları ile gerçekleştirilmekte ve fiyatlar müşterinin saygınlığına göre değişmektedir.
3. Forward sözleşmeler, standart sözleşmeler değildir. Sözleşme tarafları, ürün ile ilgili tüm ayrıntıları, serbestçe belirler. Sözleşmeye: miktar, teslim tarihi, vade, fiyat, teslim şekli ve benzeri bilgiler dahil edilir.
4. Forward sözleşmeleri, üçüncü kişilere devredilemez. Bu nedenle, sözleşmelerin iptal edilmesi de tarafların mutabık kalmalarıyla mümkündür. Ayrıca, sözleşmelerin el değiştirmesi söz konusu değildir. Forward işlemler, teslimle son bulur. Forward sözleşmeler, kesin ve bağlayıcı olduklarından uygulanmaları gerekir. Forward sözleşmeler, kapanma ve müşterinin hesabına bir zimmet ile sonuçlanma ihtimali gereği olarak, müşteri ve banka için şarta bağlı bir taahhüdü temsil eder. Bunun için, müşterilerin, hesaplarına yüklenebilecek bir masrafı karşılayabilecek krediye sahip olmaları gerekir. Bu nedenle, bankalar, genellikle, sözleşme yaparken, sözleşme tutarının %5-%20'si arasında bir tutarı müşteriden peşin olarak tahsil ederler. Böylece, karşı karşıya kalabilecekleri riskleri sıfıra indirmeye çalışırlar.
5. Forward sözleşmelerin, vadesi geldiğinde tarafların yükümlüklerini yerine getirmeleri gerekir. Ancak, sözleşme taraflarının anlaşmaları sonucu, forward sözleşmenin vadesi uzatılabilir. Örneğin, müşteri, paraya ihtiyacı kalmadığını söylemek yerine, ödemenin Nisan'a kadar yapılmasına kalmadığını ifade edebilir. Bu durumda, teslimattaki bir ertelemeye bağlı olarak, forward sözleşmesinin vadesi uzatılır. Ancak, yine de sözleşmenin bağlayıcı yapısı gereği, önce sonuçlandırılması gerekir. Yeni bir sözleşmenin

²⁹ Toroslu M. Vefa, Çağdaş Finansal Teknikler, İstanbul: Beta Basım A.Ş., Yayın No: 958, Eylül 2000, s:73

yapılmasından çok, mevcut sözleşmenin uzatılmasının nedeni, müşteriye tercih edilebilir düşük bir oran sunmasıdır.

6. Forward işlemlerde, sözleşmenin gerçekleşme anına kadar tarafların birbirlerine ödeme yapmaları söz konusu değildir.

Forward sözleşmelerine konu olan finansal varlıklara göre forward sözleşmelerini; “forward döviz sözleşmeleri” ve “forward faiz sözleşmeleri” şeklinde ayırmak mümkündür. Ayrıca finansal varlıklar dışında emtiayı da konu alan forward sözleşmeleri de yapılmaktadır.

1.4.1.1. Forward Döviz Sözleşmeleri

Forward döviz sözleşmesi (foreign currency forward), sahibini taraflarca sözleşme tarihinde belirlenen belirli bir döviz tutarını, belirli bir tarihte, belirli bir kurdan satın almaya (ya da satmaya) mecbur tutan bir sözleşmedir.³⁰ Teslimi yapılacak yabancı para ile ilgili döviz kuru, sözleşmenin yapıldığı tarihte sabitlenmektedir. Bu işlemlerin yapıldığı piyasalara vadeli döviz piyasaları denir. Bu piyasalar genellikle kişilere ileri bir tarih için bugünden döviz kuru garantisi sağlar. Forward döviz sözleşmeleri genellikle 3, 6, 9 ay gibi süreleri kapsar.

Forward döviz sözleşmelerinde, vade, uygulanacak döviz kuru, döviz tutarı, ödeme veya teslimatın yapılacağı yer, banka hesap numarası, tarafların kimliği gibi bilgiler yer alır.³¹

Forward kurlar genellikle cari kurlarla karşılaştırmalı olarak verilir. Eğer dövizin değeri ulusal paraya göre forward piyasada cari piyasadan daha yüksek ise döviz prim yapmış demektir. Buna forward primi denir. Bu durumda ulusal para değer kaybetmiş demektir. Eğer dövizin forward değeri spot piyasadan daha düşükse döviz iskontoya uğramış demektir. Buna forward iskontosu denir. Bu durumda ulusal para değer kazanmış demektir. Forward prim ve iskontoları şu formülle hesaplanır:³²

³⁰ Selvi Yakup, a.g.e., s:9

³¹ Ceylan Ali, a.g.e., s:381

³² Toroslu M. Vefa, a.g.e., s:75

$$\text{Forward Prim / İskontosu} = \frac{\text{Forward Kur} - \text{Spot Kur}}{\text{Spot Kur}} \times \frac{12}{n} \times 100$$

Forward primleri ve iskonto oranları faiz oranlarından etkilenirler. Ayrıca bu oranlar karşılaştırma yapılabilmesi için yıllık olarak hesaplanırlar.

1.4.1.2. Forward Faiz Sözleşmeleri

Forward faiz sözleşmeleri (FRA-Forward Rate Agreements) faiz riskini hedge etmek amacıyla yapılır. Bu sözleşmelerde taraflar ileri bir tarihte, belli bir tutardaki anaparaya, belli bir süre için uygulanacak faiz oranı üzerinde anlaşılırlar. Tarafların anlaştığı bu faiz oranına forward faiz oranı denir. Burada tarafların amacı kendilerini ileride oluşabilecek faiz değişikliklerine karşı korumaktır. Forward faiz sözleşmeleri sayesinde kredi kullanan işletme, kendisini gelecekteki faiz artışlarına karşı korumaya çalışırken, kredi veren taraf ise, gelecekteki olası faiz düşüşlerine karşı kendilerini korumaya çalışmaktadır.³³

Forward faiz sözleşmelerinde vade sonunda spot faiz oranları ile sözleşmede belirlenmiş olan forward faiz oranı karşılaştırılır. Bunun sonucunda taraflardan biri, diğerinin faizlerdeki aleyhte değişme sonucu uğradığı zararı karşılar. Spot faiz oranının forward faiz oranından büyük olması durumunda sözleşme satan, küçük olması durumunda sözleşme alan taraf karşı tarafa telafi ödemesi yapar. Telafi ödemesi şu formülle hesaplanır:³⁴

$$\text{Telafi Ödemesi Tutarı} = \frac{(P-F) \times S \times A}{36500 + (P \times S)}$$

P = Sözleşme vadesindeki spot faiz oranı

F = Sözleşmede belirlenen forward faiz oranı

³³ Ceylan Ali, a.g.e., s:387

³⁴ Toroslu M. Vefa, a.g.e., s:76

S = Sözleşme vadesi (gün olarak)

A = Anapara tutarı

Vade tarihindeki spot faiz oranı forward faiz oranından yüksek olursa sözleşme satıcısı alıcıya ödeme yapar ve alıcı için kazanç, satıcı için zarar söz konusu olur. Vade tarihindeki spot faiz oranı forward faiz oranından düşük olursa alıcı satıcıya ödeme yapar bu durumda alıcı için zarar, satıcı için kar söz konusu olur.

1.4.1.3. Ticari Mal Forward Sözleşmeleri

Bir ticari mal forward sözleşmesi sahibini taraflarca sözleşme tarihinde belirlenen belirli bir malı, gelecekteki belirli bir tarihte, sözleşme tarihinde saptanan belirli bir fiyattan almaya ya da satmaya zorunlu kılan bir anlaşmadır. Sözleşmeyi alan taraf gelecekteki beklenmeyen fiyat artışlarından kendini korumak amacıyla, satan taraf da gelecekteki beklenmeyen fiyat azalışlarından kendini korumak amacıyla bu tür anlaşmalara girebilir.³⁵

1.4.2. Futures İşlemler

Futures sözleşmeler standart miktar ve kalitede bir varlığı önceden belirlenmiş bir fiyattan gelecekte belirli bir tarihte teslim etme ya da teslim almaya ilişkin yasal bir sözleşmedir.³⁶

Futures sözleşme standart süre ve tutarı içeren, organize edilmiş borsalarda işlem gören ve günlük dengeleme prosedürüne bağlı olan bir anlaşmadır. Günlük dengelemede, her işlem günü sonunda kaybeden taraf diğerine ödemede bulunur. Bir yatırımcı futures sözleşme satabilmek için bu sözleşme kapsamında olan varlığa sahip olmak zorunda değildir. Bir başka deyişle futureslar belli bir finansal varlığa, örneğin yabancı para, hisse senedi veya tahvile bağlı olarak çıkarılır, yatırımcı söz konusu finansal varlıklara sahip olmadan da futures sözleşme satabilir. Bu nedenle futures sözleşmelerin miktarı, dünyada satım alıma konu olan finansal varlıklardan

³⁵ Selvi Yakup, a.g.e., s:13

³⁶ Ersan, İhsan, Finansal Türevler (Futures&Options&Swaps), İstanbul: Literatür Yayıncılık, Yayın No: 18, 1998, s:7

daha fazladır.³⁷ Futures sözleşmelerinde sadece %2-%3'ü vade bitiminde teslimata konu olurlar.³⁸

Günümüzde futures sözleşmeler esas olarak dört ana grup mal üstüne yapılmaktadır. Bunlar aşağıdaki şekilde özetleyebiliriz:

1. Tarımsal mallar ve madenler,
2. Dövizler,
3. Bonolar ve finansal enstrümanlar,
4. Hisse senedi endeksleri.

Futures sözleşmeler, forward piyasalara bir düzen ve istikrar getirmek amacıyla kurulmuştur. Forward anlaşmalarda var olan devredememe riskini ortadan kaldırmak ve ticari yapılan mallara bir standart getirmek, futures piyasalarının kuruluşun temel noktalarından birini oluşturmaktadır.

1.4.2.1. Futures Piyasalarının Özellikleri

Futures borsalarında spot ürünler alınıp, satılmaz, yalnızca bu ürünlerinin ileri bir vadede teslim alma veya teslim etme “taahhütleri” alınıp, satılmaktadır. Futures sözleşmesinin dayalı olduğu spot ürün ne olursa olsun, ister tarımsal-metalürjik, isterse finansal bir ürün olsun, tüm futures borsalarının işleyiş özellikleri aynı şekilde gerçekleşmektedir.

1.4.2.1.1. Standartlar

Futures sözleşmeler, üzerine sözleşme yapılan varlığın kalitesinin önceden belirlenmesi, tarihlerinin ve teslim miktarının standart olmasıyla forward sözleşmelerden ayrılır. Örneğin; CBOT’de düzenlenen buğday futures sözleşmelerinde kalite açısından buğdaylar şöyle tanımlanmıştır: No:1 kuzey buhar buğdayı, no: yumuşak kırmızı buğday, no:2 sert kırmızı kışlık buğday, no: siyah kuzey bahar buğdayı. Piyasalarda futures sözleşmelerin vadeleri genellikle; Mart,

³⁷ Chambers, a.g.e., s:6-7

³⁸ Ergincan, a.g.e., s:5

Haziran, Eylül, Aralık ayları olmaktadır. Borsalar arasında rekabet nedeniyle, her futures borsası, farklı standart koşullara sahiptir.³⁹

Futures piyasaların bir başka özelliği, fiyat artırım ve eksiltmelerine getirilen standartlardır. Piyasalarda likiditeyi arttırmak amacıyla işlemlerin tamamlanmasını geciktirecek gereksiz küçüklükteki fiyat hareketlerine izin verilmemekte, her bir sözleşmenin fiyatı, ancak, belirlenmiş miktarda arttırılıp eksiltilebilmektedir. Minimum artışa tick büyüklüğü adı verilir ve ürünlerin fiyatı 1 tick, 2 tick, 3 tick gibi aralıklarla arttırılıp eksiltilebilir.⁴⁰

Futures piyasalar, işlemlerin standart olması, likiditeyi arttırması, işlem kolaylığı sağlaması gibi avantajların yanında, esnekliği azaltması nedeniyle de bir dezavantaj oluşturmaktadır.

1.4.2.1.2. Futures Borsaları

Borsalar futures sözleşmelerin üyelerce düzenli bir biçimde alınıp satıldıkları fiziksel mekânlardır. Borsalarda üyelik bireysel ve kurumsal düzeyde olabilmektedir. Üyelik belirli sayıda “koltuk” ya da “alım satım yapma hakkı” (seat) ile sınırlıdır. Borsanın koymuş olduğu kuralları kabul koşuluyla üyeler borsada işlem yapma yetkisine sahip olmaktadır. Vadeli işlem borsalarının en önde gelenleri olan “Chicago Ticaret Odası” (CBOT) ve “Chicago Ticaret Borsası” ’nda (CME) “koltuk ücreti” (seat price) yaklaşık 400 000 ABD doları civarındadır. Borsada koltuk satın almanın iki temel nedeni vardır;

- i) Seansa aktif bir biçimde katılabilmek,
- ii) Futures komisyoncusuna ya da brokerine komisyon ödemeden futures işlem yapabilmek. Büyük ticari kuruluşlar hedging amacıyla bazı durumlarda yüklü komisyon ödemektense bu yolu tercih edebilirler.

³⁹ Tufan, a.g.e., s:19

⁴⁰ Aksel, a.g.e., s:46

Öte yanda koltuk satın alma yatırım amacıyla da söz konusu olabilir. Doğal olarak borsanın işlem hacmi ile koltuk fiyatları arasında doğrudan bir ilişki vardır.⁴¹

Bu borsalarda alım-satım resmi olarak belirlenmiş saatler içinde ve “Pit” (çukur) denilen özel bir malın ticareti için ayrılmış alanlarda “yüksek sesli pazarlık” (open outcry) yöntemiyle yapılmaktadır.

Borsalar işlem yapma açısından sürekli birbirleriyle rekabet halindedirler. O nedenle her borsa, ürün standartlarının belirlenmesinde rekabet koşullarına göre hareket etmekte ve daha farklı müşteri gruplarına hitap edilmek için daha farklı miktarlar ve daha farklı vadeler içeren sözleşmeler piyasaya sürmektedir.⁴²

1.4.2.1.3. Takas Merkezi

Futures piyasalarında tarafların sözleşmelerini yerine getirmelerinin garantisi, futures borsalarının bir parçası olan takas merkezlerince sağlanır. Takas Merkezi, borsadaki tüm alım satım işlemlerinde “karşı taraf” rolünü üstlenerek garanti işlevini yerine getirmektedir. Sözleşmeyi alan tarafın genelde anlaşmayı satan tarafı tanımasının mümkün olmaması kabul edilirse, her iki tarafın da tek bir merkezi muhatap kabul etmesi sistemin işleyişini kolaylaştırır. Her işlem günü sonunda alıcı ve satıcılar, hem satın almış, hem de satmış oldukları tüm futures anlaşmaları takas merkezi ile sonuçlandırılır. Böylece satılan her anlaşmanın bir alıcı tarafı olduğu düşünülürse, takas merkezi günün sonunda sıfır net pozisyona sahip olur. Takas işleminden sonra, teslim etme ve teslim alma sorumlulukları takas merkezine geçer.⁴³

Futures sözleşmelerinde alıcı ve satıcıların pozisyonlarının, kur, fiyat, faiz ve endeks değişimleri doğrultusunda günlük olarak dengelenmesi, takas merkezlerinin en önemli görevidir.

Takas Merkezi her sözleşme için taahhüt altına girer ve teslimatın sözleşmeye uygun olarak yapılmasını garanti eder. Bu sorumluluk, Takas Merkezinin çok büyük bir mali gücünün olmasının gerekliliğinin yanında yaptırım gücünün etkinliğini de

⁴¹ Ersan, a.g.e., s:20

⁴² Aksel, a.g.e., s:47

⁴³ Ceylan, a.g.e., s:419

zorunlu kılar. Bu nedenle; futures piyasasında finansal güvenin devamı, işlemlerin etkin ve verimli bir şekilde yapılması, sözleşmelerin usulüne uygun olarak sona erdirilmesi gibi asli işlevleri olan Takas Merkezleri futures piyasasının en önemli kurumu haline gelmiştir.⁴⁴

1.4.2.1.4. Marjin ve Günlük Marjin Mutabakatı

Takas merkezi, kredi riskini üstlenme işlemini ”marjin” adı verilen bir güvence sistemine dayanarak gerçekleştirmektedir. Herhangi bir kişi bir futures sözleşmeyi satın almak istediğinde, kendi aracı kuruluşuna, aracı kuruluş da takas merkezine her sözleşme başına bir güvence parası (depozit) yatırmak zorundadır. Söz konusu güvence parasına “MARJİN” adı verilir.

Marjin sisteminde elinde alım veya satım sözleşmesi bulunan her kişinin bu sözleşmeleri alış veya satış fiyatları (yani piyasaya giriş fiyatları) ile piyasa kapanış (settlement) fiyatları her gün sonunda karşılaştırılarak, söz konusu her sözleşmenin piyasaya giriş fiyatına bakılarak günlük kar ve zarar miktarı bulunur. Bu işleme “Günlük Marjin Mutabakatı” (marking to the market) adı verilir. Eğer sözleşmenin giriş fiyatı ile gün sonu kapanış fiyatı arasındaki fark zarara uygun düşüyorsa, bu zarar miktarı kişinin marjin hesabından belirli bir alt seviyeye gelene kadar otomatik olarak yapılır. Ancak, günlük zararların toplamı marjin hesabında izin verilen bu alt seviyeye inilmesine yol açtığı anda, marjin hesabının yeniden üst başlangıç seviyesine tamamlanması gerekmektedir. Alım satım yapabilmek için her sözleşme başına yatırılması gereken ilk güvence tutarına “başlangıç marjini” (initial margin), düştüğü anda başlangıç marjini seviyesine tamamlanması gereken alt seviyeye ise “tamamlama marjini” adı verilir. Alt seviyeye tamamlanması doğrultusunda alınan talimata marjin tamamlama talebi (margin call) adı verilmektedir. Marjin hesaplarına yatırılan fonlara genel olarak faiz verilmediğinden, başlangıç marjini kâğıtlara faiz getiren hatta akreditifleri teminat olarak bırakmak suretiyle açtırmak söz konusu olabilir. Ancak tamamlama marjininin mutlaka nakit olarak yatırılması zorunludur.

⁴⁴ Ergincan, a.g.e., s:12

Marjinler genel olarak toplam sözleşme değerinin çok düşük yüzdesi olarak alınırlar. Bir sözleşmenin değeri ürün başına futures piyasa fiyatı ile sözleşme içindeki standart ürün miktarlarının çarpımı ile elde edilir. Marjinler; sözleşme değerinin %2-%10'u arasında değişmektedir. Marjinler sözleşmeye konu olan varlığın türüne ve borsadan borsaya değişim göstermektedir. Tüm sözleşme içinde ürün kazanımlarının %100'üne, sözleşme bedelinin sadece %2-%10'u gibi küçük bir miktarını yatırmak suretiyle ortak olunabilmektedir. Bu durum futures piyasalarında kaldıraç ne kadar yüksek olduğunu göstermektedir. Örneğin, hisse senedi portföyünün satın alınması için tüm bedelinin peşin ödenmesi gerekmekte ve portföyün değer kazanmasıyla kar elde edilmektedir. Oysa bir hisse senedi endeksi futures sözleşmesi satın alınarak, bu endeksin temsil ettiği portföy değerinin yalnızca çok küçük bir oran marjin olarak yatırılmakta, buna karşılık tüm portföyün değer kazancı marjin hesabına artı olarak kaydedilmektedir. Bu yüksek kaldıraç etkisi getiri oranlarını çoğalttığı oranda risk faktörünü de o kadar yükseltmektedir. Dolayısıyla, futures piyasalarının günlük işlem hacmi, altlarındaki spot piyasaların işlem hacminden daha fazla olmaktadır.⁴⁵

1.4.2.1.5. Pozisyon Kapatma

Futures piyasalarında pozisyon tutan biri bu pozisyonunu vade sonuna kadar bekletmek zorunda değildir. Zaman içinde, aynı tarihli ve aynı sayıda (farklı fiyatta olabilir) futures sözleşmesi üzerinden bir karşıt ticarete giderse pozisyonu kapanmış olur. Burada tek dikkat edilecek husus iki sözleşmede vade tarihinin aynı olmasıdır. Pozisyonu kapatan kişinin marjin hesabı tutmasına gerek yoktur.

Pozisyon kapatma iki şekilde gerçekleşir.⁴⁶

1) satıcı kısa pozisyonunu kapatmak için açığını kapatacak kadar sözleşme satın alarak, alıcı ise elinde bulunan sözleşme karşılığı kadar sözleşme satarak pozisyonunu kapatabilir.

⁴⁵ Aksel, a.g.e., s:49-51

⁴⁶ Takasbank, a.g.e., s:9

2) Satıcı yaptığı futures sözleşme gereği malı teslim ederek, alıcı da malı teslim alarak pozisyonunu kapatabilir.

1.4.2.2. Futures İşlemlerin Çeşitleri

Kur riski, faiz riski, fiyat riski gibi mali risk taşıyan firmalar, gelecekte yapacakları işlemlere karşı aleyhlerinde oluşacak kur, faiz veya fiyat değişimlerine karşı kendilerini korumak amacıyla futures sözleşmeleri satın alırlar. Bu şekilde mali risk taşıyan firmalar, futures sözleşmeden gelecek tarih için sabitledikleri menkul kıymet değerinde ortaya çıkan değişikliklerden ya tamamen ya da kısmen kendilerini koruyabilirler. Futures sözleşmelerin çeşitleri şunlardır:

- Döviz Futures Sözleşmeleri
- Faiz Futures Sözleşmeleri
- Endeks Futures Sözleşmeleri
- Futures Opsiyonları
- Mal Futures Sözleşmeleri

1.4.2.2.1. Döviz Futures Sözleşmeleri

Faaliyetlerinde, kendi para birimlerinden farklı para birimlerini kullanmaları gereken ya da yabancı para birimi bazında rekabete giren tüm kuruluşlar döviz kuru riskiyle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu risk, yabancı para birimiyle yapılan ödemeler ya da tahsilâtlarda olduğu gibi doğrudan net bir risk ya da kurlardaki artış ve düşüşler dolayısıyla kuruluşun kaynaklarının başka bir para birimi bazında değer kaybetmesi gibi dolaylı bir risk olabilir.

Döviz futures piyasaları, dış ticaretle uğraşan kişi ve kurumlar ile yatırımcıların söz konusu risklerden korunmak ve döviz kurları konusunda geleceğe yönelik belirsizlikleri en aza indirebilmek için işlem yaptığı piyasalardır.⁴⁷

Döviz futures sözleşmeleri ise, sabit miktardaki yabancı parayı anlaşılmaya varılmış bir fiyattan gelecekte belirli bir tarihte değiştirmeye ilişkin yasal olarak

⁴⁷ İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü, a.g.e., s:19

bağlayıcı bir anlaşmadır. Bu tür bir sözleşme veri bir paranın diğer bir para karşısında gelecekte efektif kurunu sabitleştirmektedir.⁴⁸ Sözleşmenin düzenlendiği tarihten itibaren, alıcı (uzun pozisyon sahibi) ve satıcı (kısa pozisyon sahibi) arasında, pozisyonun kapatıldığı tarihe ya da vade sonu tarihine kadar, her işlem gününde oluşan uzlaşma fiyatlarına göre belli teminat oranları ve miktarları çerçevesinde nakit transferi gerçekleşir.

Döviz futures sözleşmelerinin özellikleri borsalar tarafından standart olarak belirlenir. Alıcı ve satıcının üzerinde anlaşması gereken tek husus, sözleşmenin fiyatıdır. Vade sonunda, genel olarak fiziki teslim geçerli olmakla birlikte, bazı ülkelerde kendi yerel para birimleri cinsinden nakit uzlaşma yöntemi de kullanılmaktadır. Sözleşmeler birim ya da lot olarak işlem görmektedirler. Örneğin, yabancı para ya da döviz üzerine vadeli işlemlerde dünyada önde gelen Chicago Borsası (CME) bir İngiliz Sterlini sözleşmesinin işlem birimi ya da lotu İS62.500, Japon Yeni sözleşmesinin JY12.500.000, Kanada Doları sözleşmesinin C\$100.000, İsviçre Frangı sözleşmesinin SF125.000 ve Fransız Frangı sözleşmesinin ise FF500.000'dır. Döviz futures sözleşmelerin işlem gördüğü aylar da standart olup Mart, Haziran, Eylül ve Aralık aylarıdır. Sözleşmelerle ilişkin son işlem günün teslim ayının üçüncü Çarşamba'sıdır.

Döviz futures sözleşmesine örnek olarak; DM 125.00 eşdeğeri, kur DM 1.75/USD partisinden olmak üzere USD 71.429 tutarında bir döviz futures sözleşmesinde, sözleşmeyi satın alan taraf, vade bitiminde USD 71.429 karşılığında DM 125.00 satın alma hakkı elde etmiş olacaktır. Vade bitiminde spot fiyatı ne olursa olsun sözleşme sahibi markları USD 1=DM 1.75 kuru üzerinden satın alacaktır.⁴⁹

1.4.2.2.2. Faiz Futures Sözleşmeleri

Faiz futures sözleşmeleri, sabit-getirili borçlanma senetleri üzerine yazılmaktadır. Sözleşmeye konu teşkil eden sabit-getirili borçlanma senedi, zaman içinde belli dönemlerde faiz (kupon) ödemesi yapılmasını ve vadenin bitiminde de

⁴⁸ Ersan, a.g.e., s:46

⁴⁹ Aksel, a.g.e., s:43

başlangıçta yatırılan anaparanın geri ödenmesini öngörmektedir. Bu senetler; kısa vadeli –bir yıldan daha az vadeli- ve uzun vadeli –bir yıldan daha çok vadeli- borçlanma senetleri olarak ikiye ayrılırlar. Hazine bonoları kısa vadeli sabit getirili, devlet tahvilleri ise uzun vadeli menkul değerlere tipik örneklerdir.⁵⁰

Faiz taşıyan menkul kıymetlerin alım satımında, temelde iki tür riskle karşılaşmak olasıdır. Bunlardan birisi kredi riski, diğeri faiz riskidir. Kredi riski; borçlu tarafın iflas ederek yükümlülüklerini yerine getirmemesi, yani faiz ve anapara ödemelerini zamanında veya hiç yapamamasıdır. Faiz riskli ise, sabit getirili bir menkul kıymetin faiz oranının değişme riskidir. Sabit getirili menkul kıymetlerin fiyatı, yatırımcıların bekledikleri getiri ya da faiz oranı ile ilgilidir. Bu da enflasyon, para arzı, büyüme oranı ve diğeri yatırım araçlarının getiri oranı gibi makro ekonomik etkenlere bağlıdır.⁵¹ Bu etkenlerdeki olumlu ya da olumsuz değişim, menkul kıymetlerin fiyatının da değişmesine neden olur.

Faize dayalı futures sözleşmelerin temelinde ödünç alınabilir ve verilebilir fonların faiz oranlarında meydana gelebilecek değişimlerden korunma veya bu durumdan yararlanma amacı bulunmaktadır. Örneğin; iki ay sonra elimize geçecek yatırılabilir bir fonun mevduat faizlerindeki olası bir düşüş sonucunda daha az bir faizle yatırılması riskini; ya da üç ay sonra finansman bonusu ihraç ederek borçlanma düşünülüyorsa, piyasadaki faiz oranının yükselmesi olasılığı karşısında nominal değerinden çok daha düşük bir fiyatla satılması risklerini, faiz futures sözleşmeleri aracılığıyla azaltmak veya tamamen ortadan kaldırmak mümkün olabilir.⁵²

Tablo 1.1: Dünyada Faiz Futures Sözleşme Detayları

CME’de İşlem Gören 3 Aylık Hazine Bonosu		CME’de İşlem Gören Eurodolar Sözleşmesi	CBOT’de İşlem Gören 2 Yıllık Devlet Tahvili Futures Sözleşmesi
İşlem Miktarı	1.000.000 dolar nominal değer	1.000.000 dolar nominal değer	200.000 dolar nominal değer
Dayanak Varlık ve Teslimat Standartları	3 aylık ABD Hazine Bonoları. Nakdi Mutabakat	3 aylık LIBOR faiz oranı. Nakdi Mutabakat.	ABD Hazine Bonoları; ilk piyasaya çıktığında vade sonu 5 yıl 3 aydan fazla olmayan; teslim ayının ilk gününde vadesine 1 sene 9 aydan daha az

⁵⁰ Vadeli İşlem Piyasası Müdürlüğü, Faiz Oranına Dayalı Vadeli İşlemler, İstanbul: İMKB Türev Piyasa Araştırmaları Serisi, No: 2, Temmuz 1995

⁵¹ Ersan, a.g.e., s:50

⁵² Tufan, a.g.e., s:15-16

			olmayan ve teslim ayının son gününde ise vadesine 2 seneden fazla olmayan Hazine Bonolarının teslimatı gerçekleştirilebilir. Fiziki Teslimat.*
Fiyat Kotasyonu	100'den çıkartılan faiz oranı ile kote edilir. Örnek: 99,140	IMM Endeks Puanı. 100'den çıkarılan faiz oranı ile kote edilir. Örnek: 98,897	Puanlar (\$2.000) ve puanların 1/32'sinin çeyreği halinde kote edilir. Örneğin: 91-16;91 16/32
Minimum Fiyat Adımı	1 puanın yarısı: $\frac{1}{2}=0,005$ puan şeklinde fiyat aralığı vardır. Ve buda \$12,5 dolara karşılık gelmektedir.	İçinde bulunan kontrat ayı için=0,005=\$6,25 Bütün diğer kontrat ayları için=0,005=\$12,5	Puanların 1/32'sinin çeyreği (\$15,625/kontrat); sent cinsinden en yakın rakama yuvarlanır. Nominal değer 100'lük puanlara göredir.
Günlük Fiyat Değişim Sınırı	Artı veya eski 2 endeks puanı. Buda 400 minimum fiyat adımına karşılık gelmektedir. (12,5*400=\$5.000)	Artı veya eski 2 endeks puanı. Buda 400 minimum fiyat adımına karşılık gelmektedir. (12,5*400=\$5.000)	Yok
Vade Ayları	Mart, Haziran, Eylül, Aralık ve bu 4 ay dışında içinde bulunan aya en yakın birbirini takip eden 2 ay	Önümüzdeki Mart, Haziran, Eylül, Aralık aylarından ilk 40 ay ve bu 4 ay dışında kalan içinde bulunulan aya en yakın 4 ay	Mart, Haziran, Eylül, Aralık
CBOT'de İşlem Gören 10 Yıllık Devlet Tahvili			MATİF'te İşlem Gören 30 Yıllık Devlet Tahvili (Fransa)
İşlem Miktarı	100.000 dolar nominal değer		100.000 € nominal değer
Dayanak Varlık ve Teslimat Standartları	ABD hazine bonoları, vade sonu en az 6.5 yıl, ve ilk teslimat ayından itibaren en fazla 10 yıl olan. Fiziki Teslimat.*		Uzlaşma fiyatına göre fiziki teslimat. Dayanak varlık 5,5% kuponlu 25 ile 35 yıllık Euro cinsinden Avrupa Para Birliği tahvilleridir. Teslimi yapılacak tahviller satıcı tarafından Avrupa Para Birliği (EMU) tarafından piyasaya sunulmuş 25 ile 35 yıllık Euro cinsinden devlet tahvilleri arasından seçilir. Fiziki Teslimat.
Fiyat Kotasyonu	Puanlar (\$1000) ve puanların 1/32'sinin yarısı (\$15,625/kontrat) halinde kote edilir. Örneğin: 82-16; 82 16/32 anlamına gelmektedir.		Nominalin yüzdesi şeklinde kote edilir. İki basamak olarak. Örnek: 95,11
Minimum Fiyat Adımı	Puanların 1/32'sinin yarısı (\$15,625/kontrat); sent cinsinden en yakın rakama yuvarlanır. Nominal değer 100'lük puanlara göredir.		Nominalin %0,01'i (baz puan). 10 _'ya karşılık gelmektedir. Nominal değer 100'lük baz puanlara göredir.
Günlük Fiyat Değişim Sınırı	Yok		Bir önceki günün uzlaşma fiyatından artı eksi 200 puan oynayabilir (200*0,01%=2.000€)
Vade Ayları	Mart, Haziran, Eylül, Aralık		Mart, Haziran, Eylül, Aralık aylarından birbirini takip eden aynı anda iki kontrat

CBOT'de fiziki teslimat ile sonlandırılan sözleşmeler için şu formaliteler geçerlidir.

Kontrat fiyatı = Futures Uzlaşma Fiyatı * Çevirim Oranı + Birikmiş Faiz Oranı

Çevirim Oranı teslim edilmiş bononun fiyatından (\$1 nominal değer) %6 oranında getiri getirecek şekilde hesaplanır

EUREX'te İşlem Gören 5 Yıllık Alman Devlet Tahvili Futures Sözleşmeleri (Euro Bobl) (İsviçre/Almanya)		MexDer'de İşlem Gören 28 Günlük Bankalararası Denge Faiz Oranı Futures Sözleşmeleri (Meksika)
İşlem Miktarı	100.000 € nominal değer	100.000 Meksika Pezосу (15 Mart 2004 itibari ile 9.132 ABD Doları)
Dayanak Varlık ve Teslimat Standartları	Dayanak varlık %6 kuponlu 4 ½ ile 5 yıllık Euro cinsinden Alman Federal Hükümeti tahvilleridir. Fiziki teslimat ile satıcı vade dolduğunda vadesine 4 ½ ile 5 ½ yıl kalmış tahvilleri teslim etme zorunluluğundadır. Teslimat edilen tahvillerin minimum 2 milyar Euro olarak ihraç edilmesi gerekmektedir.	Nakdi Mutabakat. Kontratın son işlem günü Banco de Mexico Tarafından yapılan ihale sonucunda açıklanan 28 günlük Bankalararası Denge Faiz Oranı. Nakdi Mutabakat.
Fiyat Kotasyonu	Nominalin yüzdesi şeklinde kote edilir. İki basamak olarak. Örnek: 95,11	100'den çıkartılan iki basamak faiz oranı ile kote edilir. Örnek: 93,79
Minimum Fiyat Adımı	Nominalin %0,001'i. 10 €'ya karşılık gelmektedir. Nominal değer 100'lük puanlara göre dir.	Nominalin %0,001'i (baz puan). 10 Meksika Pezosuna karşılık gelmektedir. Nominal değer 100'lük baz puanlara göre dir.
Günlük Fiyat Değişim Sınırı	Yok	Yok
Vade Ayları	Mart, Haziran, Eylül, Aralık aylarından birbirini takip eden aynı anda üç kontrat	Aylık bazda 5 seneye kadar (60 ay) sözleşme açılabilir.
ADEX'te İşlem Gören 10 Yıllık Yunan Devlet Tahvili Futures Sözleşmeler (Yunanistan)		Bolsa de Mercadorias & Futuros'da İşlem Gören Bir Günlük Bankalararası Faiz Oranı Futures Sözleşmeler (Brezilya)
İşlem Miktarı	100.000 € nominal değer	Birim fiyatın Brezilya Real'i ile çarpılması ile elde edilen değer. Birim fiyat 100.000 nominal üzerinden belirlenen faiz oranının indirgenmesi ile bulunmaktadır.
Dayanak Varlık ve Teslimat Standartları	Dayanak varlık %6 kuponlu 10 yıl vadeli Yunan Devlet Tahvilleridir. Fiziki teslimat ile sonlandırılır. ADEX vadeye iki hafta kala teslimatı yapılabilecek tahvilleri ve çevrim oranlarını açıklar.	Nakdi Mutabakat. Ülkedeki takas kurumu tarafından belirlenen ortalama bir günlük Bankalararası faiz oranı (yıllık olarak 252 iş günü göz önüne alınarak belirtilmektedir)
Fiyat Kotasyonu	Net tahvil fiyatı şeklinde kote edilir.	252 iş günü baz alınarak yüzdeden sonra iki basamak olarak alınan yıllık faiz oranı.
Minimum Fiyat Adımı	Nominalin %0,001'i 10 €'ya karşılık gelmektedir. Nominal değer 100'lük puanlara göre dir.	Nominalin %0,01'i (baz puan).
Günlük Fiyat Değişim Sınırı	Yok	
Vade Ayları	Mart, Haziran, Eylül, Aralık ayları. Bir sözleşmenin vadesinin dolmasına 6 hafta kala yeni bir sözleşme açılır.	İçinde bulunan aydan sonraki ilk 4 ay ve bundan sonra çeyrekleri başlatan aylar (Mart, Haziran, Eylül, Aralık gibi)

Kaynak: İstanbul Ticaret Odası, a.g.e., s: 57-59

1.4.2.2.3. Endeks Futures Sözleşmeleri

Borsa endeks futures sözleşmeleri son yıllarda geliştirilen en önemli sözleşmelerden biridir. Bu sözleşme borsa endeksi üzerine yazılan bir sözleşmedir ve en önemli özelliklerin de biri, pozisyonun kapatılması için sözleşmeye ilişkin dayanak varlığın teslimin yapılmayıdır. Teslim tarihlerinde parasal dengelemeye parasal dengelemeye tabi tutulurlar. Bu sözleşmeler oluşan fiyat farkını ödemeyi ya da kendisine ödenmesini kabul eder sözleşmelerdir.⁵³

Endeks futures sözleşmeleri, belli bir borsa fiyat endeksi ile değeri belirlenen hisse senedi portföyünün, ileri bir tarihte fiyatı belirlenmek koşuluyla alınıp satılmasını içerirler. Bu sözleşmeler, hisse senedi portföyünün sistematik riski olan betanın değişimi nedeni ile oluşacak mali riske karşı yatırımcıyı korumak amaçlı yapılmaktadır. Borsa endeksi futures sözleşmeleri çeşitli uluslararası endeksler üzerine yazılırlar. Endeksin parasal değeri, endeks ile endeks çarpanının çarpılması sonucunda bulunur. Endeks çarpanı, futures sözleşmenin işlem gördüğü borsa tarafından belirlenen sabit değerdir. Futures piyasada en fazla işlem gören borsa endeksleri:

Standart & Poor 500 (S&P500) Endeksi, Chicago Mercantile Exchange (CME) Endeksi, Chicago Board of Trade (CBOT)'da Major Market Index (MMI), New York Stock Exchange Composite Index (NYSEI), London International Financial Futures Exchange (LIFFE)'de Financial Times Stock Exchange 100 (FTSE 100).

1.4.2.2.4. Futures Opsiyonları

Fiyatı ve teslim tarihi bugünden belirlenmiş olan ve gelecekte teslim edilecek olan futures sözleşmelerin vadesinde veya daha önce satıp satmama veya satın alıp almama hakkını veren sözleşmelerdir.

⁵³ Chambers, a.g.e., s:24

1.4.2.2.5. Mal Futures Sözleşmeleri

Mal futures sözleşmeleri, bir satıcının belli bir ürünü belirli kalite, miktar ve fiyatta belirli bir yerde ve anlaşılan bir tarihte teslim etme yükümlülüğüdür. İthalat ve ihracat yapan firmalar üretim risklerine, hammadde tedariki risklerine, ürün ve hammadde fiyatlarındaki değişimlere karşı, futures piyasalarında işlem yaparlar.⁵⁴ Bu tür sözleşmeler altın, buğday, şeker, kahve, mısır, soya, ham petrol, dondurulmuş tavuk, pamuk gibi mallar üzerine düzenlenmektedir.

1.4.3. Opsiyonlar

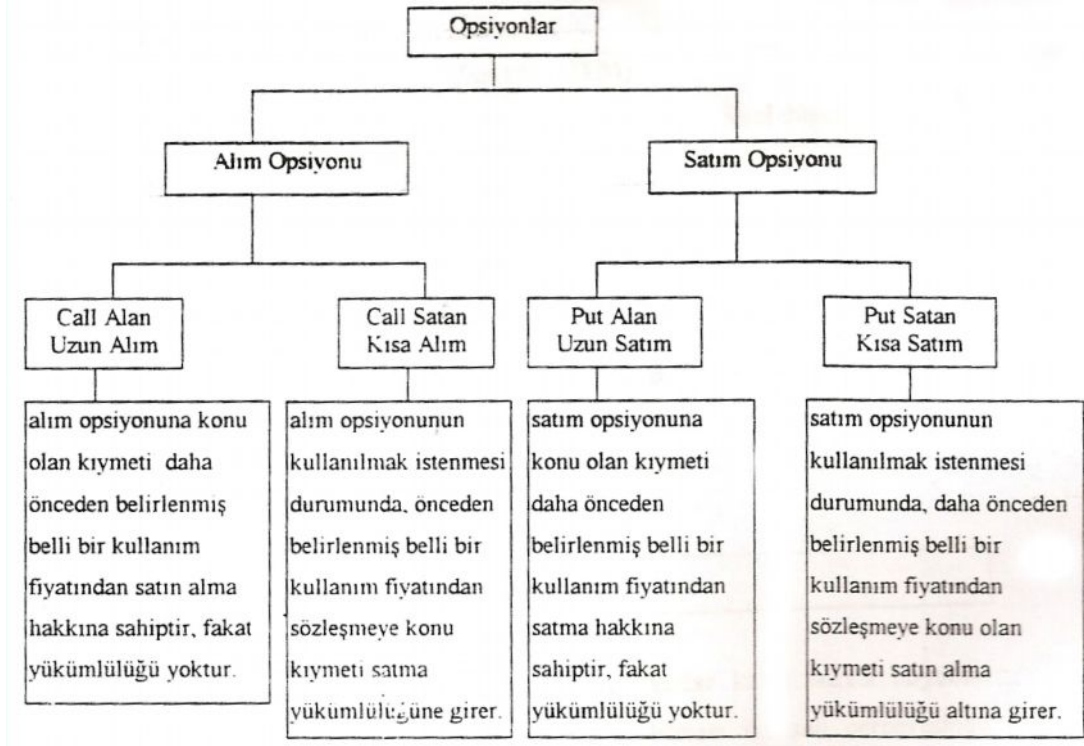
Opsiyon, alan tarafa üzerine opsiyon yazılan mal veya kıymeti gelecekte belirli bir tarihte veya tarihe kadar, belirli bir fiyattan, belirlenen miktarda alma veya satma hakkını sağlayan sözleşmedir. Dolayısıyla opsiyon sözleşmesi, alıcı taraf açısından bir hak sağlamakta, buna karşılık satıcı tarafı bu hakkı satan taraf olarak yükümlülük altına sokmaktadır. Alıcı taraf, opsiyon sözleşmesinde tanınan hakkı satın alırken satıcıya bunun için bir para öder bu paraya opsiyon primi denir. Opsiyon sözleşmesi satın alan tarafın vade sonuna kadar üç alternatifi vardır; almış olduğu opsiyonu satabilir, opsiyonu kullanır, kullanım süresi dolana kadar bekler ve kullanmaz, yani verdiği opsiyon primi zarar eder. Satan tarafta aynı şekilde üç alternatifte karşı karşıyadır; satmış olduğu opsiyon sözleşmesini satın alabilir, böylelikle pozisyonunu kapatmış olur, opsiyonu sattığı taraf hakkını kullanmak isterse yükümlülüğünü yerine getirir, kullanım süresi dolana kadar opsiyonu alan taraf hakkını kullanmazsa aldığı opsiyon primini kar olarak kayıtlara geçer.⁵⁵

Opsiyon anlaşmaların çeşitlerini ve sağladıkları hak ve yükümlülükleri şu şekilde gösterebiliriz:⁵⁶

⁵⁴ Alpan, a.g.e., s:36

⁵⁵ TSPAKB, a.g.e., s:36

⁵⁶ Mustafa K. Yılmaz, Menkul Kıymetler Piyasasında Vadeli İşlemler Ve Opsiyonlar Kullanılarak Oluşturulan Bazı Temel Stratejiler, İstanbul: İMKB Türev Piyasa Araştırmaları Serisi, No: 3, Aralık 1995, s:5



Şekil 1.1: Opsiyon Piyasasında Haklar Ve Yükümlülükler

1.4.3.1. Opsiyon Çeşitleri

Opsiyonlar, satın alma ve satma opsiyonu olarak iki genel sınıfa ayrılmaktadır. Alım opsiyonunda, sözleşme sahibi belli sayıdaki sözleşme konusu malı belirlenmiş bir tarihte veya bu tarihe kadar ki süre içerisinde satın alma hakkına sahip olmaktadır. Örneğin, X şirketin 100 adet hissesinin belli bir fiyattan satın alma hakkını veren opsiyon alım (call) opsiyonudur. Satın opsiyonunda ise, sözleşme sahibi belli sayıdaki sözleşme konusu malı belirlenmiş bir fiyattan, belirlenmiş bir tarihte veya bu tarihe kadarki süre içerisinde satma hakkına sahip olmaktadır. Örneğin, X şirketinin 100 adet hissesinin belli bir fiyattan satma hakkını veren opsiyon satma (put) opsiyonudur.

Opsiyonlar alım veya satım opsiyonu sınıflamasının yanında bazı özelliklerine göre de sınıflandırılmaktadır. Opsiyonlar, fiziki teslim opsiyonları ve nakit opsiyonları olmak üzere iki türdür. Fiziki teslim opsiyonlarında, opsiyonun

işleme konulması halinde, opsiyon sahibi alım opsiyonu sahibi ise sözleşme konusu malı fiziklen teslim alma, satın opsiyonu ise fiziki teslim etme hakkına sahip olmaktadır. Nakit opsiyonlarında, opsiyonun kullanılması, işleme konulması halinde, opsiyon sahibi opsiyon sözleşmesinde yer alan fiyat ile opsiyonun işleme konulduğu tarihteki sözleşme konusu malın fiyatın arasındaki farkı nakit olarak alma hakkına sahiptir. Örneğin, X indeksi nakit opsiyon alıcısı 70 dolar üzerinden düzenlenmiş opsiyonu işleme koyarsa ve işlem tarihinde fiyat 80 dolar ise, opsiyon sahibi $(80-70)=5$ doları nakit olarak elde etme hakkına sahip olmaktadır.⁵⁷

Opsiyonlar işlemin vadeden önce gerçekleştirilip gerçekleştirilememesine göre de ikiye ayrılırlar. Bunlar Avrupa tipi ve Amerikan tipi opsiyonlarıdır. Avrupa tipi opsiyonlarda, opsiyonlar sadece vade sonunda kullanılabilirler. Amerikan tipi opsiyonlarda ise, opsiyon herhangi bir anda kullanılabilir. Amerikan opsiyonları kullanım açısından sağladığı bu kolaylıklardan ötürü daha yüksek primlerden işlem görmektedir.⁵⁸

Opsiyonlar; hisse senedi, endeks, devlet borçlanma araçları ve döviz üzerine olmak üzere 4 grupta sınıflandırılabilir. Döviz üzerine opsiyonlar iki türdür; piyasa opsiyonları ve vadeli döviz işlem sözleşmeleri opsiyonları. Futures sözleşmelerinin üzerine yapılan opsiyonda bir futures sözleşmesini belli bir fiyat ve vadede satma veya alma hakkı kullanılır. Örneğin, bir vadeli işlem alma opsiyonunda belirli bir fiyattan futures sözleşmesi satın alma hakkı sağlanmış olmaktadır. Futures sözleşmelerinin opsiyonlara konu olmasındaki en büyük neden futures sözleşmelerinin fiyatlarının günlük olarak organize borsalarda belirlenmesi ve çok likit olmalarıdır. Kişilerin ihtiyaçlarına göre düzenlenen döviz opsiyonları ise borsalarda işlem görmezler ve tezgahüstü (over the counter) opsiyonlar olarak adlandırılırlar.⁵⁹

⁵⁷ Uyanık, a.g.e., s:5

⁵⁸ Mertoğlu, a.g.e., s:25-26

⁵⁹ Uyanık, a.g.e., s:6

1.4.3.2. Opsiyonların Temel Özellikleri

Opsiyon piyasaları, belirli standart özelliklerin belirleyici olduğu borsa opsiyon piyasaları ile esnekliğin sağlandığı banka (tezgahüstü) opsiyon piyasaları olmak üzere ikiye ayrılırlar. Borsa opsiyonları organize opsiyon borsalarında alınıp satılırlar. Borsa opsiyonlarının temel özellikleri futures işlemlerinin özellikleriyle aynıdır. Borsa opsiyonlarında da standardizasyon, takas merkezi, marjin sistemi gibi özellikler vardır ve halka açık şekilde “floor” veya “pit” denilen mekanlarda yapılır. Bu sayede arz ve talep koşulları ile opsiyonun fiyatı belirlenir.

Borsa opsiyonlarına karşılık tezgahüstü opsiyonları, müşteri ile banka arasında ve bire bir karşılıklı olarak alınıp satılırlar. Yukarıda sayılan standart özelliklerin hiçbirisi banka opsiyonları için geçerli değildir. Esneklik tezgahüstü opsiyonlarının en temel özelliğidir. Esneklikle kastedilen, üzerine opsiyon yazılan ürünün miktarı, vade ve kullanım fiyatları müşteri ihtiyaçlarına göre belirlenir. Vadeler daha uzun olmaktadır. Banka opsiyon sözleşmeleri için takas merkezi gibi bir risk üstlenici kurum yoktur.⁶⁰

1.4.4. Swap

Swap iki taraf arasında, önceden belirlenen bir sistem içinde, belli bir finansal varlıktan kaynaklanan gelecekteki nakit akışlarının değiştirilmesi konusunda yapılan özel bir anlaşmadır. Taraflar bu anlaşma ile içinde bulundukları finansal koşulları kendi yararlarına değiştirmeyi amaçlarlar. Swaplar arasında en yaygın olan yabancı para swapı, ilk olarak 1960’lı yıllarda İngiltere’de uygulanmaya başlandı. Faiz oranı swap ise 1981’den itibaren uygulanmaya başlandı ve oldukça geniş bir uygulama alanı buldu. Swap işlem yapanlar arasında finansal kuruluşlar, yatırım ve ticaret bankaları, devlet adına çalışan acenteler ve şirketler yer almaktadır.⁶¹

Swap kelime anlamı ile değiş tokuş veya trampa etmek demektir. Swap sözleşmesi ile iki taraf belli şart ve sürede dövizleri veya faiz oranlarını değiştirmektedirler. Faiz oranı swapı türündeki swaplarda taraflar yalnızca faiz

⁶⁰ Alpan, a.g.e., s:108

⁶¹ Chambers, a.g.e., s:123

ödemelerini takas ederler. Anapara değişime tabi olmamaktadır. Para swapı türündeki swaplarda ise anapara ve faiz birlikte takas edilir.⁶²

En sık rastlanan swap türü olan faiz oranı swaplarının temelinde “sabit faizli borç alınmış bir tarafın bu borcun faizlerini, değişken faizli borç (örneğin; LIBOR faizli) temin etmiş başka bir firmanın borcu ile belirli bir süre değiştirmek” yatmaktadır. Yani, birbirleriyle ilgisi olmayan iki firma, birbirinden bağımsız olarak iki ayrı kaynaktan aynı cins ve miktarlarda, biri sabit diğeri değişken faizli kredi temin etmekte ve sonra bu kredilerin faizlerini belirli bir süre için swap etmektedirler. Burada anaparalar el değiştirmemekte yalnızca faizler değiş tokuş edilmektedir.

Döviz kurları arasında yapılan swaplarda ise, örneğin; 5 yıl vadeli Libor %3'den dolar borçlanmış bir şirket arzu ederse bunu beş yıl vadeli sabit faizli yen'e çevirebilir. Döviz swapları piyasasını oluşturan ana etken “rekabetçi avantaj” teorisidir. Şirketlerin idealde borçlanmak istedikleri para cinsiyle, en ucuz borçlanabilecekleri para cinsinin her zaman aynı olmadığıdır. Dolayısıyla şirketlerin yapması gereken, en iyi tanıdıkları ve risklerinin yatırımcılar tarafından en iyi analiz edebileceği piyasalarda borçlanmak ve daha sonra bir döviz swap'ı yoluyla ikrazlarını istedikleri para cinsine çevirmek olmalıdır.

Swapların son aşama mal swap'larıdır. Buna bir örnek vermek gerekirse, örneğin Türpaş, bir aracı veya bankayla beş yıllık bir sabit/değişken petrol swapı yapabilir. Bunun sonucu beş yıl boyunca her altı ayda bir Türpaş sabit petrol fiyatını, diyelim ki 20 dolar/varil bankaya ödeyecek, bankada cari petrol fiyatını (değişken) Türpaş'a (ve dolayısıyla Türpaş'ın petrol aldığı yere) ödeyecektir.⁶³

⁶² Uyanık, a.g.e, s:7

⁶³ Takasbank, a.g.e., s:12-13

İKİNCİ BÖLÜM

VADELİ İŞLEM PİYASALARININ İŞLEYİŞİ VE FONKSİYONLARI

2.1. Vadeli İşlem Piyasalarındaki Kurallar Ve Düzenlemeler

Vadeli işlem piyasalarının düzenlenmesinde genellikle üç tip düzenlemeden söz edilmektedir.

1. Borsa tarafından kendi üyeleri yararına yapılan düzenlemeler,
2. Borsa ve aracı kuruluşların oluşturdukları birlikler tarafından yapılan piyasaya yönelik düzenlemeler,
3. Kamu otoritelerince yapılan kamu yararını koruyucu düzenlemeler.⁶⁴

Vadeli işlem piyasalarında birden fazla kural ve birden fazla kurum piyasayı mümkün olduğunca adil ve serbest rekabet ortamında tutmak için hazır bulunmaktadır. Teminatlar dışındaki en önemli kural ve düzenlemeler şunlardır.

Fiyat Kısıtlamaları: Her borsa fiyat konusunda iki kural koyar. Fiyatlar bu alt ve üst sınırlar arasında değişebilir. Bu sınırlara ulaşıldığı zaman o gün için işlemler durdurulur. Fiyat sınırlamalarının konulmasındaki amaç fiyatlardaki çok aşırı artışlara imkân vermemek ve panik yaratılmasında engel olma amacını taşımaktadır.

- Günlük Fiyat Artış Limiti: Fiyatlar tespit edilmiş bu fiyat aralığında hareket edebilir. Örneğin, bir kile buğdayın günlük fiyat limiti 20 centtir, yani bir bushel buğdayın fiyatı bir günde en az 20 cent artabilir.

- En Küçük fiyat limiti: Sözleşmelerden çoğunun fiyatı bir günde tespit edilmiş miktar kadar artmak zorundadır. Örneğin, tahıllar için bir kile başına düşen en küçük fiyat limiti 0,0025 centtir. Fiyat limitleri fiyatlarda meydana gelecek dalgalanmaları önlemek ve zararları azaltmak için tespit edilmektedir.

⁶⁴ Yücel Akova, Ticaret Borsaları Futures Piyasalar ve Futures Piyasaların Türkiye’de Tarımsal Ürönlere Uygulanabilirliğı, Ankara: T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüd Merkezi, 1995, s:42

Spekülatör Ticaret Limiti: Bir spekülatörün herhangi bir zamanda tutabileceği maksimum sözleşme sayısı sınırlandırılmıştır. Örneğin, bir spekülatör soya fasulyesi ve mısırdaki net 12 milyon kilelik sözleşmeden fazlasını tutamaz.

Teslimat İşlemleri: Teslimat koşulları ve aşamaları önceden borsa tarafından belirlenmiştir. Alıcı ve satıcının uyacağı kurallar çok açık olarak belirlenmiştir.

Bildirim Zorunluluğu: Belli sayıdan fazla, genellikle 100, sözleşmeye sahip olan bütün yatırımcılar borsaya günlük bilgi vermek zorundadır.

Komisyon Ücreti: Borsada alım satım yapanlar borsa üyesine belli bir komisyon ödemek zorundadırlar ve bu komisyon işlem hacmi, işlem miktarı, işlem yapan kişi gibi etkenlere bağlı olarak değişebilir.

Borsalar adil ve rekabetçi bir alışveriş ortamı için depozito oranları, fiyat limitleri ve borsa üyeleri için disiplin kuralları gibi kuralları kendileri koyarlar. Borsalar dışında kural koyan iki tane daha kurum vardır ki bunlarda piyasada oluşabilecek fiyat manipülasyonlarına, tekelleri hareketlere ve yolsuzluklara karşı kurallar koyar ve borsaların denetimini yaparlar. Bu iki kurum Vadeli Borsalar Milli Birliği (National Futures Association, NFA) ve Vadeli İşlemler Mal Ticareti Komisyonu (Commodity Futures Trading Commission, CFTC)'dur. NFA özel bir kurum olup, firmaları ve borsa üyelerini denetlemekle sorumludur. CFTC bir kamu kuruluşu olup borsalardaki işlem ve hareketleri düzenleme otoritesine sahiptir.⁶⁵

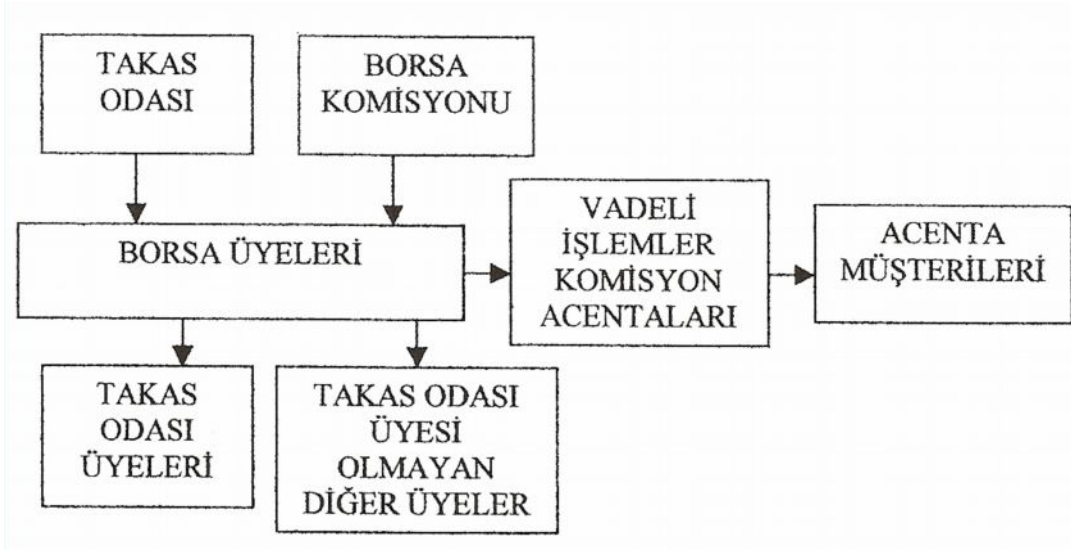
2.1.1. Vadeli İşlem Borsalarının Organizasyonu

Vadeli işlem borsalarının organizasyon yapısı ülkeden ülkeye, aynı ülkede faaliyet gösteren borsalara göre değişiklik göstermektedir. Ancak, bu değişiklikler kısmen biçimsel, kısmen kural ve düzenlemelerdeki ayrıcalıklardan ibarettir. Temelde, hemen hemen bütün vadeli işlem borsaları bir çerçeve yasasına, benzer kurallar topluluğuna, aynı amaca, araçlar düzenine, ekonomik ve finansal sistemine,

⁶⁵ Uyanık, a.g.e., s:16

benzer yönetim ve hizmetli kadro oluşumuna, işlem türlerine ve denetim otoritesine dayanmaktadır.⁶⁶

Vadeli işlemlerin yapıldığı borsaların organizasyon yapısı ülkeden ülkeye değişken bir yapı göstermekle beraber genel yapı Şekil 2.1’de verildiği gibidir.⁶⁷



Şekil 2.1: Vadeli İşlem Borsalarında Organizasyon Şeması

Her ülkede kamu yönetimi vadeli işlem borsalarını temel bir çerçeve yasası ile düzenlemiştir. Çerçeve yasasında her şeyden önce vadeli borsada işlem yapacakların lisans almaları ile ilgili kurallar düzenlenmiştir. Vadeli işlem borsaları kamu hizmeti gören kurumlardır. Bu nedenle kamu hizmeti gören diğer kurumlar gibi fonksiyonların gerektirdiği şekilde gerçekleştirilmesinden sorumlu olan ihtisaslaşmış bir merkezi organa bağlanmışlardır. Vadeli işlemlerin ticari endüstri düzeyine ulaşmasından dolayı vadeli işlem piyasalarında danışmanları, analistleri, ürün yöneticilerini istihdam etme zorunluluğu vardır. Bu arada mesleki kuruluşlar, sendikalar üyelerin davranışlarını kontrol eden, onların meslek hasiyetine yaraşır şekilde çalışmalarını sağlayan kuruluşlar olarak son derece önemlidir.⁶⁸

⁶⁶ İzmir Ticaret Borsası, a.g.e., s:15

⁶⁷ Akova, a.g.e., s:44

⁶⁸ İzmir Ticaret Borsası, a.g.e., s:15

2.1.1.1. Borsa Komisyonu (Exchange Commission)

Üyeleri genellikle şahıslar olmakla beraber şirketlerin de üye olabildiği, gerçek ve tüzel kişiler tarafından kurulan ve kar amacı gütmeyen bir kurumdur. Borsa komisyonunun temel görevleri:

- Futures piyasaların işleyiş kurallarını tespit etmek,
- Üyelerine organize bir pazar yeri temin etmek,
- Borsada işlem görecek yeni mallar için gerekli araştırma ve fizibiliteleri yapmak,
- Borsa faaliyetlerinin duyurulması ve üyelik sayısı ile ilgili çalışmaların koordinasyonunu sağlamak,
- Borsanın araştırma, eğitim merkezi ve bilgi akış sistemi ile ilgili çalışmaların koordinasyonunu sağlamak.

Borsa komisyonunda işlevlerin yerine getirilmesini teminen araştırma elemanları da bulunmaktadır. Araştırma elemanları aynı zamanda, komisyona yapılan başvuruların, komisyonca tespit edilen kıstaslara uygunluğunu araştırarak uygun görülenleri komisyonun görüşüne havale eder. Borsa komisyonu faaliyetlerini üyelerinden sağlamış olduğu aidatları ve sağladıkları hizmetler karşılığında elde ettikleri gelirlerle finanse etmektedir.⁶⁹

2.1.1.2. Takas Odası (Clearing House)

Vadeli piyasaların organizasyonunda yer alan en önemli organdır. Vadeli borsaların düzenli ve güvence içinde işlemesi bu kuruluşun varlığına dayanmaktadır. Takas odası piyasada alım satım yapan taraflar arasında aracılık yaparak, sözleşmelerin yerine getirilmesini garanti etmekte ancak, alım veya satım pozisyonu almamaktadır. Bu nedenle takas odaları borsada garanti mekanizmasını oluşturmaktadır. Sözleşmede belirtilen herhangi bir konuda alıcı ve satıcı yükümlüklerini yerine getirmediği takdirde takas odası, belge belirtildiği şekilde işlemi tamamlar ve yükümlülüğünü yerine getirmeyen alıcı ya da satıcıya karşı uğradığı zararın karşılığı olan tazminatı almak için dava açar. Takas odası büyük ve

⁶⁹ Akova, a.g.e., s:45

sağlam bir mali kuruluştur. Vadeli sözleşme yapmak isteyen takas odasına belli bir miktar teminat yatırmak zorundadır. Başlangıç teminatı denen bu para, sözleşme konusu malın değerinin %10'u veya daha az bir oranda olmaktadır.

Vadeli işlem borsalarında takas odasınca takas işleminin gerçekleştirilmesi Şekil 2.2'te verilmektedir.⁷⁰



Şekil 2.2: Takas İşleminin Gerçekleştirilmesi

Takas odası vadeli işlem borsalarında güvence zincirinin en önemli unsurudur. Çünkü:

- Borsada işlem yapacak üyeler takas odasının üyeleridir. Yada takas işlemlerini takas odasından geçiren diğer borsa üyeleridir.

- Takas odası borsanın tamamlayıcı bir parçası veya ayrı bir bağlı ortaklık kuruluşu olarak üyelerin oluşturduğu bir finans kurumu ya da borsa dışında birkaç bankanın oluşturduğu finansal kurumdur. Örneğin CBOT'de kliring odası borsaya bağlı otonom bir ortaklık, CME'de borsanın bir parçasıdır.

⁷⁰ Akova, a.g.e., s:47

- Takas odasının sermayesi kuruluş statüsüne göre üyelerin katılma paylarından oluşur. Üyelik için katılma payları borsadan borsaya değişebilir.

- Takas odası, üyelerin finans gücüne, finansal itibarına göre yapılabilecekleri vadeli sözleşme alım satımı için sınırlar getirmiştir.

- Aleyhte fiyat değişikliği olduğunda sözleşme sahibinin değişkenlik teminatını nakit olarak yatırması gerekir.

- Yatırımcılar borsa ilişkilerini ve takas odası ile ilişkilerini aracı kurumlar vasıtası ile yürütürler. Bunun için aracı kurumla olan ilişkilerine, yapacağı işlem hacmine göre teminat yatırırır.⁷¹

2.1.1.3. Borsa Üyeleri (Exchange Members)

Borsa üyeleri gerçek kişilerden oluşmakta ve aracı kurumlara, bankalara, şirketlere ve acentalar ile acenta benzeri kurum, kuruluş ve kişilere hizmet vermektedir. Borsa üyelerinin sayısı sınırlı olmakta ve ayrıca üyelikler devredilebilmektedir. Borsa üyeler aktif olarak devamlı borsada bulunmakta ve alım satım işlemlerinde tam bir aracılık faaliyetinde bulunmaktadır.

Borsadaki takas odası üyesi olan ve olmayan borsa üyeleri arasında önemli bir fark vardır. Herhangi bir takas işlemi, ancak bir takas odası aracılığıyla yapılabilir. Bu yüzden, borsa üyesi olup takas odası üyesi olmayan kişiler, takas işlemlerini bir takas üyesine yaptırmak zorundadırlar. Bu durum ise, işlem maliyetleri açısından takas odası üyelerini, oda üyesi olmayanlara karşı avantajlı konuma getirmektedir. Ancak takas odası üyesi olabilmek için de odanın öngördüğü özellikleri taşımak ve gerekli teminatları gösterip üyelik aidatlarını ödemek gerekmektedir.⁷²

⁷¹ İzmir Ticaret Borsası, a.g.e., s:24

⁷² Erdem, a.g.e., s:58

2.1.1.4. Komisyon Acentaları (Commission Merchant)

Vadeli işlem komisyon acentaları, borsa dışındaki katılımcıların yani müşterilerin borsadaki işlemlerini takip edip yerine getiren aracılarıdır. Müşteriler ile takas odası arasındaki bağlantıyı da acentalar sağlamaktadır. Takas odasınca istenen teminat tamamlama ve benzeri istekler komisyon acentalarına gelmekte, gerekli işlemler yerine getirilmediği takdirde acentalar birinci derecede sorumlu olmaktadır. Genellikle bu acentalar da borsa üyesi olmaktadır.⁷³

2.1.1.5. Müşteriler (Customers)

Borsa müşterileri, borsa üyesi olmayıp, borsada adlarına işlem yapılan kişi ve kuruluşlardır. Müşteriler, mal veya hizmetin gerçek alıcı veya satıcı olabilecekleri gibi, spekülasyon amacıyla taraf olan bir kişi ya da herhangi bir pozisyon için, riskini minimize etmek isteyen birisi de olabilir. Ancak, spekülasyon amacıyla borsada taraf olan bir kişi, işlem maliyetleri dolayısıyla, borsa üyesi spekülatörlere karşı oldukça dezavantajlı bir konumdadır. Borsa üyeliklerinin devredilebilir olması, müşterilere, her zaman için aracı acentaları devreden çıkararak doğrudan borsada işlem yapabilmelerini sağlayabilmektedir.

2.1.2. Vadeli İşlem Piyasalarının İşleyişi

Vadeli piyasalarda alış ve satışlar pit ya da floor (çukur) adı verilen küçük anfi tiyatrolara benzeyen yerlerde yapılmaktadır. Borsa üyelerinin temsilcileri bu çukurlarda, yüksek sesli pazarlık usulü ile fiyatları tespit ederek alış ve satış işlemlerini gerçekleştirirler. Genellikle her bir çukurda belirli bir sözleşme alınır ve satılır. Alıcı ve satıcı adına borsa üyelerinin temsilcileri bu işlemleri gerçekleştirirler.

2.1.2.1. Futures Piyasalarının Pratikteki İşleyişi

Futures piyasalarının pratikteki işleyişi yoğun bir haberleşme ağıyla yürütülür. İşlem yapmak isteyen bir müşteri aracı kurumunu arayarak emir verir. Aracı kurum eğer borsa üyesi ise floor'da kendi adamı vardır ve müşteri emri fax

⁷³ Akova, a.g.e., s:48

veya teletype ile floor'daki kurum temsilcisine iletir. Borsadaki tüm telefon emirleri floordaki telefon merkezi aracılığıyla iletilir. Müşteri emirlerini toplayan aracı kurum temsilcisi seans başladığında floora girer. Hangi fiyattan ne kadar sözleşme satmak istediğini bağırarak ve oradaki herkesin bildiği özel el işareti ile belirtir. İşaretlerle anlaşma sağladıktan sonra üstünde anlaşılan fiyat ve miktar özel bir kâğıt parçasına yazılıp, üstüne anlaşma yapılan firmaların sembolleri eklenerek yürüyen bir merdivene atılır. Tüm bu kâğıtlar floor merkezinde bir yerde toplanır ve bilgisayarlara işlenir.

Bu işlemler seans boyunca futures borsası tarafından görevlendirilen özel görevliler taraflarından gözlenir. Bunların amacı işlemlerin kurallara göre uygun olarak yürütülmesini denetlemektir. Denetlenen en önemli şey fiyatların doğru olarak yansıtılmasıdır. Eğer üstünde kontrat anlaşması yapılmamış bir fiyat herhangi bir nedenle rapor edilirse bu rapor kütüklerden çıkarılır ve borsanın kayıtlarına girmez. Borsa tarafından onaylanan tüm işlemler en kısa zamanda takas odasına iletilir ve takas odasının kayıtlarına alınır.⁷⁴

2.1.2.2. Hesap Açılması ve Emrin Verilmesi

Herhangi bir mal veya mali araç üzerinde nerede ve kimin aracılığı ile işlem yapılacağı kararlaştırıldıktan sonra, bu borsalarda faaliyet gösteren bir aracı kurum ile müşterisi arasında hesap sözleşmesi ile her iki tarafın yükümlülük ve sorumlulukları ile anlaşmazlık halinde izlenecek prosedür belirlenir. Gerek alıcı gerekse satıcı, vadeli işlem sözleşmesi yapmak isteyen kişi ya da kuruluşun yapması gereken ilk işlem vadeli işlem hesabı açmaktır.

Bir müşterinin vadeli işlem piyasasında alım veya satım işlemine girmesi, aracı kuruma verdiği emirle başlar. Emrin ayrıntılarını içeren fişinde istenenin alım veya satım sözleşmesi olduğu, hangi sözleşmelerden kaç tane istendiği, emrin yerine getirileceği fiyat veya fiyat aralığı ve emrin ne kadar süreyle kalacağı belirtilmektedir. Emir, verilir verilmez telefon veya bilgisayar emir giriş sistemi ile aracı kurumun işlem salonundaki yerine iletilir. Daha sonra emir, müşteriye önce

⁷⁴ Takasbank, a.g.e., s:9

sözlü olarak daha sonra da yazılı bir şekilde bildirilmektedir. Emir verilirken müşteri başlangıç teminatını aracı kurumun hesabına gönderir.

2.1.2.3. Emrin Yerine Getirilmesi ve Takas Fişinin Hazırlanması

Emirler değişik türlerde verilmiş olabilir. Bu emirlerin başlıcaları şu şekildedir. Piyasa fiyatıyla emirler, belirli sayıdaki sözleşmeyi piyasada elde edilebilecek en iyi fiyattan en kısa zamanda al veya sat talimatıdır. Sınırlı emirler, bu tür emirlerde alıcının satın almaya hazır olduğu en yüksek fiyatla satıcının satmaya razı olduğu en düşük fiyat belirtilmektedir. Stop emirler, piyasa fiyatları belirli bir düzeye ulaştığında satın al veya sat emri şeklinde uygulanır. Piyasa belirlenen fiyata vardığında emir artık piyasa fiyatıyla alım veya satım emri halinde gelmektedir. Bu emirler borsada bir pozisyon oluşturmak veya pozisyonu likidite etmek ve genellikle zararların büyümesini engellemek için verilir. Bir malın piyasasının yükselen bir trend göstereceği beklentisi ile, o malın çeşitli bölümlere ayrılması ve bir miktarının belirli bir fiyattan, diğer kısmının ise farklı fiyatlardan satışa sunulması şeklinde emirlerde verilebilir.

Emir yerine getirildiği zaman borsa üyesi aracı kurum, işlemin ayrıntılarını emir fişinin üzerine belirterek müşteriye geri göndermektedir. Emrin müşterinin talimatları doğrultusunda yerine getirildiği doğrulandığı zaman, işlemin tüm ayrıntılarını veren bir resmi borsa takas fişi hazırlanmaktadır.⁷⁵

Sözleşmenin hem alıcı hem de satıcısı emirlerin karşılaştırılması için borsaya veya doğrudan takas odasına verilecek resmi borsa takas fişinin hazırlanmasıyla yükümlüdür. Takas fişinin hazırlanmasıyla, emrin yerine getirildiği ve işlemin koşulları borsa tarafından doğrulanmaktadır. Yapılan işlemin yazılı bir kaydı takas sistemi ile uyumlaştırma amacı ile aracı kuruma bildirilmekte ve müşterinin hesabına işlenmektedir.

⁷⁵ Akova, a.g.e., s:50

2.1.2.4. Takas Odası, Denkleştirme ve Teslim

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

Her işlem günü sonunda, aracı kuruluşlar bir takas odası üyesi aracılığıyla gerçekleşen tüm işlemleri ayrıntılı olarak takas odasına bildirirler. Bu arada başlangıç teminatı aracı kuruluş tarafından takas üyesi nezdindeki hesaba yatırılır ve takas odası üyesi de bu teminatı takas odasına havale eder. Her işlem günü sonunda toplam alış ve satışların birbirine eşit, dolayısıyla net pozisyonun sıfır olması gerekir. Takas odası aynı kişinin belirli bir ay içerisinde oluşan sözleşmelerindeki alım satım pozisyonlarını karşılaştırmakta ve borç ya da alacağı net olarak hesaplamaktadır. Bu şekilde denkleştirme işlemi yerine getirilmiş olmaktadır. Bu şekilde denkleştirme işlemi yerine getirilmiş olmaktadır.

Teslimde taraflardan birinin yükümlülüklerini yerine getirmemesi halinde, sözleşmenin diğer tarafı zarar görmekte, takip işlemlerini takas odası gerçekleştirmektedir. Mal tesliminde, sözleşmede belirtilen özellik ve miktardaki mal, malın satıcısı tarafından takas odasına teslim edilir ve sözleşmede belirtilen mal bedelini takas odasından teslim alır. Ayrıca malın satıcısı, takas odasında kalan bakiye teminat miktarını da geri alır. Malın alıcısı ise, mal bedelini, bakiye teminat miktarını düşerek takas odasına yatırır ve sözleşme konusu malı takas odasından teslim alır.⁷⁶

2.2. Dünyada Vadeli İşlemler

Uluslararası futures ve opsiyon piyasalarında lider konumundaki borsalarda; ekonomik ve finansal göstergelere (faiz, parite, endeks vb), mala, kıymetli madenlere ve sentetik ürünlere yönelik risk yönetimine imkan veren sözleşmeler işlem görmektedir. 1700'lü yıllardan beri devam eden bu piyasalarda 2000'li yıllar itibari ile tam elektronik ortamda gerçekleştirilmesi bir dünya standardı haline gelmiştir. Elektronik işlem ortamı, borsa işlemlerinin şeklini değiştirerek; seans salonu

⁷⁶ Akova, a.g.e., s:52

olmayan, küresel ve yüksek oranda otomasyonu sağlanmış siber piyasalar yaratmıştır.

Futures ve opsiyon piyasaları dünyada ilk kuruldukları ülkeler hariç pek çok ülkede 1980–90 yılları arasında kurularak gelişmeye başlamıştır. Aşağıdaki Tablo 2.1’de değişik ülkelerdeki ilk vadeli işlem türleri ve ilk ürün işlemleri verilmektedir.⁷⁷

Tablo 2.1: İlk Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Ülke	Borsa	İşlem Türleri	İlk İşlem Ürünleri
ABD	Chicago Tic. Bor. Kansas Tic. Bor. Mid Amerika Ürün Bor. NTSE The Pasific Bor.	- forwards - futures - opsiyon	1851: Mısır üzerine forward 1973: Opsiyon (hisse senedi) 1982: Opsiyon (Value Line, S&P 500, NYSE Bileşik)
Almanya	Almanya Vadeli İşlem Ve Opsiyon Bor. (DTB)	- futures (faiz-FIBER, BOBL, BUND, BUXL, hisse senedi) - opsiyon (faiz, hisse senedi, endeks)	26.1.1990: Opsiyon (14 hisse senedi)
Arjantin	Buenos Aires Futures Piy. Buenos Aires Men. Kıy. Bor. Cordoba Men. Kıy. Bor., Rosario Futures Ve Op. Bor.	- forwards - futures - opsiyon	1907 Mayıs 1992
Avustralya	Sydney Vadeli İşlemler Borsası	-forwards (ürün, faiz, dö.) - futures (ürün, faiz, döv., hisse senedi, endeks) -opsiyon (ürün, faiz, döv., hisse senedi, endeks) -swap	1960: futures (ürün: greasy wool)
Avusturya	Avusturya Opsiyon ve Futures Bor. (ÖTOB)	- futures (dev. tahvili, endeks) - opsiyon (endeks, hisse senedi)	4.10.1991: opsiyon (hisse senedi)
Belçika	Belçika Futures Ve Opsiyon Bor. (BELFOX)	- futures (endeks, devlet tahvili, BIBOR) - opsiyon (hisse senedi, endeks, devlet tahvili, ABD doları)	6.12.1991: %9 kupon faizli ve nominal değeri 2.5 milyon B. Frangı olan kurumsal devlet tahvili futures sözleşmesi, Nisan 1993: Bel 20 Endeks futures
Brezilya	Rio de Janeiro Men. Kıy. Borsası, Ürün Ve Futures Bor. (BM&F), Tezgahüstü, Sao Paula Men. Kıy. Bor.,	-forwards (faiz, döviz ABD\$/R\$,Yen\$/R\$,DM/R\$, hisse senedi), -futures (faiz, döviz, hisse senedi, Ibovespa index), -opsiyon (faiz, döviz	1845 1890 1979: hisse senetlerine dayalı alım opsiyonu 1984: hisse senetlerine dayalı satım opsiyonu

⁷⁷ Erdoğan ve Kayacan, e.g.e., s:27

	Brezilya Men. Kıy. Bor.	ABD\$/R\$, hisse senedi, Ibovespa index)	
Danimarka	Danimarka Futures Ve Opsiyon Borsası (FUTOP)	-futures (hisse senedi, devlet tahvilleri, endeks vb.) -opsiyon (hisse senedi, devlet tahvilleri)	Eylül 1988: İlk futures ve opsiyon sözleşmeleri, 2006 yılı vadeli %9kupon faizli emlak kredi tahvilleri için hazırlanmış sözleşmelerdir.
Ekvator	Tezgahüstü	-forwards (döviz, faiz, hisse senedi)	1996: Döviz forward (sucre/ABD \$)
Finlandiya	Finlandiya Opsiyon Piyasası (SOM) Finlandiya Opsiyon Borsası Ltd. (SOP)	*SOM – futures (endeks, hisse senedi, Sterlin, Mark, ABD \$) -opsiyon (endeks, sterlin, Mark, ABD \$, hisse senedi) *SOP – forwards (devlet tahvili vb.) -futures (FIM/döviz)	*SOP 1986, 1986: Standartlaştırılmış döviz ve faiz oranı türev sözleşmeleri *SOM: Kasım 1987 alım ve satım opsiyonları
Fransa	Paris Opsiyon Borsası (MONEP) Fransa Uluslararası Futures Borsası (MATIF) Patates Futures Piyasası (MTPT)	*MATIF – futures (d. tahvili, ECU tahvili, hazine tahvili) *MONEP – opsiyon (hisse senedi, endeks) *MTPT – futures (patates)	*MATIF: 20.2.1986: 7-10 yıl vadeli kuramsal devlet tahvillerinin futures sözleşmeleri *MONEP: 10.9.1987: Hisse senetleri üzerine opsiyon sözleşmeleri.
Güney Kore	Kore Borsası	- futures (endeks)	Mayıs 1996: Kospi 200 endeks futures.
Hollanda	Avrupa Opsiyon Bor. (EOE) Finansal Vadeli İşlemler Borsası (FTA) Rotterdam Enerji Vadeli İşlem Borsası (ROEFEX) Amsterdam Tarım Ürünleri Vadeli İşlem Piyasası (ATA)	*ATA – futures *EOE – futures (devlet tahvili, endeks, döviz) - opsiyon (hisse senedi, tahvil, döviz vb.) - varantlar *FTA – futures (devlet tahvili, endeks, ABD \$) *ROEFEX – futures (ham petrol, gazyağı, ağır yakıt petrolü)	*ATA 1958: patates üzerine futures sözleşmeleri *EOE 4.4.1978: alım opsiyon işlemleri *FTA 19.6.1987: tahvil endeksli vadeli işlem sözleşmeleri *ROEFEX 31.10.1989.
Hong Kong	Hong Kong Futures Borsası Ltd. (HKFE) Hong Kong Borsası (SEHK)	- opsiyon (hisse senedi, varant) - varantlar - vadeli varantlar	*HKFE 1976: tarımsal ürünler 1980: altın 1986: ilk futures sözleşmesi 1990: ilk türev varant *SEHK 1995: hisse senedi opsiyonu
İngiltere	Uluslararası Petrol Borsası (IPE) Londra Mal Borsası (LCE) Londra Uluslararası Finansal Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (LIFFE) Londra Metal Bor. (LME) Londra Men. Kıy. Ve Türevler Bor. (OMLX)	*IPE – futures (gaz yağı, kurşunsuz benzin vb.) - opsiyon (gaz yağı, Brent ham petrol) *LIFFE – futures (çeşitli ülkelerin uzun vadeli devlet tahvilleri) - opsiyon (hisse senedi, tahviller) *OMLX – çeşitli endeksler ve hisse senetleri üzerine futures ve opsiyonlar.	*IPE Nisan 1981: gaz yağı futures sözleşmeleri *LIFFE 30.9.1982: döviz, devlet tahvili futures sözleşmeleri *LME 1877 *OMLX 12.12.1989: İsveç hisse senedi türev ürünlerinin işlemlerine OM Stockholm ile kurulan bir hat ile başladı.
İrlanda	İrlanda Futures ve Opsiyon	- futures (uzun, orta ve kısa	29.5.1989: Uzun dönem 20

	Borsası (IFOX)	vadeli İrlanda devlet tahvili be DIBOR)	yıllık devlet tahvili, 3 aylık DIBOR, İrlanda Paund/ABD \$ futures sözleşmeleri.
İspanya	İspanyol Finansal Vadeli İşlemler Piyasası (MEFF) Tüzgahüstü	- futures (faiz) - opsiyon (faiz) - swap	1990
İsrail	Telaviv Borsası	- futures (endeks, döviz) - opsiyon (endeks, döviz)	Ağustos 1993: TA-25 endeks opsiyonu Ekim 1995: endeks futures Ekim 1994: NIS/\$ opsiyon
İsveç	İsveç Futures ve Opsiyon Borsası (OM STOCK- HOLM AB)	- forwards sözleşmeleri (hisse senedi) - futures sözleşmeleri (hisse senedi, tahvil, hazine bonosu) - opsiyon (h. senedi, tahvil)	12.6.1985: 6 adet koteli İsveç hisse senedi üzerine standart alım opsiyonu.
İsviçre	İsviçre Opsiyon ve Finansal Vadeli işlem Borsası (SOFFEX)	- forwards - futures (endeks, conf) - opsiyon (hisse senedi, endeks, conf) - swap	1988 SMI futures.
İtalya	İtalyan Finansal Vadeli İşlemler Piyasası (MIF), İtalyan Men. Kıy. Borsasında Hisse senedi Türev Ürünler Piyasası (BIF)	MIF – futures (5 ve 10 yıllık devlet tahvili futures sözleşmeleri) -opsiyon (10 yıllık devlet tahvili opsiyon sözl.) BIF – futures (10000 ITL Endeks puanı nominal değeri)	MIF 11.9.1992: 250 milyon İtalyan Lireti nom. değere sahip, 8-10 yıl vadeli ve %12 kupon faizli İtalyan devlet tahvilleri futures sözleşmeleri. BIF 27.11.1994: MIB 30 endeksi üzerine futures sözleşmeleri
Japonya	Tokyo Borsası, Tokyo Uluslararası Finansal Vadeli İşlemler Borsası	- futures - opsiyon - varant	1988: futures (döviz) 1989: opsiyon (döviz)
Kanada	Toronto Futures Borsası Vancouver Men. Kıy. Bor.	- futures - opsiyon	1984: futures, opsiyon (endeks)
Kolombiya	Banco Andino Colombia	-forwards (döviz C. Peso/ABD \$) -opsiyon (döviz, faiz)	1995: döviz opsiyonu
Malezya	Kuala Lumpur Mal Borsası Kuala Lumpur Opsiyon ve Finansal Ürünler Borsası	-futures -opsiyon -alım varantı -şirket varantı	KLOPPE aralık 1995: opsiyon, futures.
Meksika	Meksika Menkul Kıy. Bor.	-türev piyasası (nexder)	1977 petrobono (Meksika Hükümeti)
Peru	Lima Borsası	-forward piyasası (döviz)	1991
Polonya	Varşova Ticaret Borsası Varşova Borsası	-forwards -futures (endeks WIG20) -opsiyon (faiz, döviz, endeks, hisse senedi)	1994: futures (endeks)
Portekiz	OPORTO	-futures (endeks, faiz)	1995: 10 yıl vadeli ve sabit getirili devlet tahvili ve 1996'bluechip hisse senedi endeksi üzerine futures söz.
Singapur	Singapur Uluslararası Para Borsası Ltd. Singapur Mal Borsası Tezgahüstü	-futures -şirket varantları -futures (endeks, faiz, döviz)	1984 1992; futures (tütün üzerine)

		-opsiyon (futures s. dayalı)	
Tayvan	Tayvan borsası	-opsiyon -swap -varant	Mart 1977

Kaynak: The Euromoney Derivatives Handbook 1997, London 1997; The IFR Handbook of World Stock and Commodity Exchanges, IFR Pub, London 1997.

2.2.1. Çeşitli Ülkelerdeki Vadeli İşlemler Piyasaları

Çeşitli ülkelerde hangi vadeli işlem piyasalarının kurulu olduğu ve işlem hacimlerine göre sıralaması Tablo 2.2’de gösterilmiştir.

Tablo 2.2: Dünya Vadeli İşlem Borsaların Opsiyon ve Futures Sözleşmelerinin İşlem Hacimlerine Göre Sıralaması (2006 yılı)

	Piyasa	İşlem Hacmi (Opsiyon Sözleşmeleri) (Milyon ABD\$)	Piyasa	İşlem Hacmi (Futures Sözleşmeleri) (Milyon ABD\$)
1	Chicago Board Options Exchange	390 657 577	National Stock Exchange of India	100 430 505
2	Sao Paulo SE	285 699 806	JSE	69 663 332
3	Eurex	272 543 052	Eurex	35 589 089
4	Philadelphia SE	265 370 910	Euronext.liffe	29 515 726
5	American SE	186 994 609	BME Spanish Exchanges	21 120 621
6	Euronext.liffe	155 552 010	OMX	8 459 167
7	OMX	64 545 443	Borsa Italiana	7 028 974
8	Buenos Aires SE	49 235 173	Athens Derivatives Exchange	2 476 487
9	Australian SE	20 477 083	Budapest SE	919 424
10	Hong Kong Exchanges & Clearing	18 127 353	Australian SE	693 683
11	Borsa Italiana	16 054 631	Warsaw SE	112 824
12	BME Spanish Exchanges	12 588 027	Hong Kong Exchanges & Clearing	102 010
13	Bourse de Montréal	12 260 403	Wiener Börse	12 371
14	Oslo Børs	5 781 666	Sydney Futures Exchange	10 843
15	JSE	5 751 832	Bombay SE	6 124
16	National Stock Exchange of India	5 219 827	MexDer	3 000
17	TAIFEX	1 089 158	Bursa Malaysia Derivatives	958
18	Wiener Börse	1 053 298	Sao Paulo SE	4
19	Osaka SE	753 937	American SE	NT
20	MexDer	448 120	Bourse de Montréal	NT
21	Tokyo SE	190 876	Buenos Aires SE	NT
22	Athens Derivatives Exchange	17 194	Chicago Board Options Exchange	NT
23	Warsaw SE	10 988	Philadelphia SE	NT
24	Korea Exchange	1 245	Korea Exchange	NT
25	Budapest SE	350	Osaka SE	NT
26	Bombay SE	8	TAIFEX	NT
27	Bursa Malaysia Derivatives	NT	Tokyo SE	NT
28	Sydney Futures Exchange	NT	Oslo Børs	NT

Kaynak: FIBV, Monthly Statistics, 2007

Vadeli işlem borsaları kavram bazında ortak olmakla beraber ulusal ve bölgesel bazda çeşitli farklılıklar taşımaktadırlar. Bu borsaları bölgesel bazda Kuzey Amerika, Asya Pasifik ve Avrupa borsaları olmak üzere üç grupta toplayacak olursak, temel nitelikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir.

2.2.1.1. Kuzey Amerika Borsaları

Kuzey Amerika, gerek tarım ürünleri gerekse sanayi ürünleri üreticilerinin erken şirketleşmesi sonucu vadeli işlem piyasalarının gelişiminde öncü rol oynamıştır. Bu grupta özellikle Chicago borsaları ve Kanada borsaları gibi oldukça gelişmiş ve işlem hacimleri yüksek borsalar mevcuttur. Kuzey Amerika şirketlerinin performans açısından para yönetim tekniklerine duydukları ihtiyaç, bu bölgede finansal vadeli işlemlerin de gelişimine önayak olmuştur.⁷⁸

ABD’de futures piyasaların gelişmesiyle beraber piyasaların düzenlenmesini teminen 1922 tarihli Mal Borsası Yasası (Commodity Exchange Act) yürürlüğe konmuştur. Vadeli piyasalar geliştikçe ve yeni bir boyut kazandıkça söz konusu yasada günün şartlarına göre değişiklikler yapılmıştır ve piyasaların düzenlenmesinde en önemli yasal dayanağı oluşturmuştur.

Söz konusu yasaya dayanılarak kurulan NFA ve CFTC piyasadaki en önemli yasal düzenleyiciler olarak görev yapmaktadır. Üyelerini futures piyasalarda profesyonel olarak faaliyet gösteren kişi ve kuruluşların oluşturduğu Ulusal Futures Birliği bir öz düzenleyici kuruluş olarak futures piyasalarda piyasanın düzenlenmesi ve denetiminde rol oynamaktadır. Bir kamu kuruluşu olan CFTC’da piyasada kamu yararını koruyucu düzenleme ve faaliyetlerde bulunmaktadır. ABD’de hiçbir borsa CFTC’nun onayı olmadan futures sözleşmelerin alım satımını yapamamaktadır. Kısaca borsalarda alım satıma ilişkin tüm kurallar komisyon tarafından düzenlenmektedir.⁷⁹

⁷⁸ Erdem, a.g.e., s:17

⁷⁹ Akova, a.g.e., s:42-43

Amerika’da risk azaltma ya da spekülasyon amacıyla yapılan vadeli sözleşmelere farklı muhasebe ve vergilendirme kuralları uygulanmaktadır. ABD’de farklı oranlarda olmak üzere vadeli işlemler yapılış amacına ve yapıldıkları ürüne göre vergilendirilmektedirler.

Kanada’da ise vadeli işlem piyasaları ABD’deki kadar büyük olmasalar da özellikle son yıllarda finansal vadeli işlemlerin gelişmesiyle birlikte hızla büyümeye başlamıştır. Ancak Kanada’da henüz belirlenmiş muhasebeleştirme kuralları söz konusu olmayıp, piyasadaki şartlara göre muhasebe kayıtlarının günlük düzenlenmesi yöntemi uygulanmaktadır.

2.2.1.2. Avrupa Borsaları

Birbirlerine oldukça yakın yasal düzenlemelere sahip olan Avrupa vadeli işlem borsalarının başlıcaları İngiltere, Almanya, İtalya, İsviçre, Danimarka ve Hollanda’da bulunmaktadır.

Avrupa’da vadeli işlem borsalarının en eskileri Hollanda ve İngiltere’de bulunmaktadır. Mal borsaları olarak doğan bu borsalarda devletin ihraç ettiği tahvil benzerleri sayesinde finansal vadeli işlemlerin gelişmesi sağlanmıştır. İngiltere’de vadeli işlem piyasalarının düzenlenmesinde sıkı kurallar değil daha çok borsaların kendi içlerinde oluşturdukları öz düzenleme mekanizmaları ön planda tutulmuştur. Bu öz düzenleme mekanizmalarında ABD’de olduğu gibi komisyon ve birlikler önemli yer tutmaktadırlar. Bunların başında ise 1984 yılında oluşturulan “Vadeli İşlem Piyasaları Broker ve Dealerlar Birliği” (Association of Futures Brokers and Dealers - AFBD) gelmektedir.

İtalya’da daha çok forward işlemler yapılmaktadır. Ancak, forward işlem de getirilen yasal sınırlamalar sebebiyle sadece bankalar tarafından yapılabilmektedir. Her tür spekülatif kazancın vergiye tabi olduğu Fransa’da ise bütün yasal düzenlemeler, katılımcıların tabiyetine göre yapılmaktadır.

İsviçre, Danimarka ve İspanya’da vadeli işlemler üzerine yasal düzenlemeler oldukça gevşek olup, daha çok bankalara yönelik yasalar oluşturulmuştur. Bireylerce

yapılan her türlü vadeli işlemin vergi dışı tutulduğu Hollanda'da ise gerek mevzuat gerekse uygulama İngiltere ile oldukça benzer bir konumdadır.⁸⁰

2.2.1.3. Asya Pasifik Borsaları

Asya Pasifik grubunda yer alan belli başlı borsalar, Japonya, Avustralya, Yeni Zelanda, Singapur ve Hong-Kong borsalarıdır. Japonya vadeli işlem borsaları, gerek mal piyasaları gerekse son yıllarda finansal vadeli işlemlerde oldukça gelişmiş durumdadır. 1988'deki yasal düzenlemelerle finansal vadeli işlemler teşvik edilmeye başlanmıştır. Japonya'da vergilendirme, işlemin ve malın türüne bakılmaksızın bütün primler üzerinden yapılmaktadır.

Avustralya'da daha çok döviz üzerine vadeli işlemler gelişmiş durumdadır. Özellikle eurodolar, Avustralya doları ve bunlar üzerinde tahvil piyasaları gelişmiştir. Vadeli işlemlerin vergilendirilmesinde ise ABD uygulamaları izlenmektedir.

Singapur'da bütün vadeli işlemler vergiye tabidir ve yasal mevzuat çalışmaları yapılmıştır. Hong-Kong'da muhasebeleştirmeye yönelik düzenlemeler henüz yapılmamış, vergilendirme konusu ise diğer ticari kazançlar için çıkarılmış yasalarla ve kısmen bunlara yapılmış ilavelerle çözülmeye çalışılmıştır.

2.3. Vadeli İşlem Piyasalarının İşlevleri

Vadeli piyasaların mali piyasalardaki katılımcılar açısından en önemli işlevlerinin başında, piyasa mekanizmasına dayalı bir risk yönetimi - risk aktarımı olanağı sağlaması gelmektedir. Bu şekilde portföy yöneticiler, piyasa fiyatlarındaki ters gelişmelerden doğan piyasa riskine karşı varlık ya da portföylerinin değerini koruyabilecekleri risk yönetimi tekniklerinden yararlanabilirler.

Diğer yandan etkin işleyen ve derinliği olan vadeli piyasalarda oluşan fiyatlar arz ve talep koşullarının doğru bir yansıması olarak değerlendirilmektedir. Bir başka deyişle bu piyasalarda gerçekleşen fiyatlar, referans işlevi görmekte ve karar alma

⁸⁰ Erdem, a.g.e., s:19

sürecinde katılımcılara yardımcı olmaktadır. Spot piyasalara ilişkin öngörülerin ve planların yapılmasında da vadeli piyasalarda oluşan fiyatlar bir baz oluşturabilmektedir.

Vadeli piyasalar, spekülâtörler açısından da olanaklar sunabilmektedir. Kuruluşlar, portföylerinin varlık yapısını değiştirmek amacıyla vadeli araçları kullanabilmekte, işleme konu olan aracı almak veya satmak yerine, daha düşük maliyetli olmaları nedeniyle, vadeli araçları alıp satabilmektedir.

Yukarıda belirtilen temel işlevler, vadeli piyasaları, olası riskleri bertaraf edecek uygun altyapı ve düzenlemeler tam olarak oluşturulduğunda, fon ve portföy yöneticilerinin faaliyetlerinde önemli bir konuma getirmektedir. Risk dağılımı, çeşitlendirme, piyasanın belirli bir yönde hareket etme olasılığına karşı tedbir alabilme veya bu hareketlerden yararlanma olanakları sağlamaktadırlar. Bu özellikleri nedeniyle fon yöneticileri ve spekülâtörlerin yanı sıra, riski minimize etmek isteyen yabancı yatırımcılara da hitap edebilecek araçlar olarak değerlendirilebilir.

Bununla beraber vadeli piyasaların, düşük bir teminat ile büyük hacimli sözleşmeler yapılabilmesi ve finansal kaldıraç oranının yüksek oluşu nedeniyle potansiyel bir riski de bünyesinde barındırdığı ifade edilmelidir. Ayrıca işlemlere konu olan araçların spot piyasaların manipüle edilebilmesi gibi piyasanın işleyişini bozucu davranışlar vadeli piyasalardan beklenen yararları engellediği gibi haksız kazançlara ve sisteme daha yaygın bozulmalara neden olabilmektedirler. Piyasalarda oluşan göstergelerin rehber olma özelliklerini kısıtlayan ve yanlış yönlendirmelere yol açabilen aşırı spekülâtif davranışlar da olası sorunlar arasında sayılabilir.⁸¹

Vadeli işlem piyasalarından beklenen yararların sağlanabilmesi, bu piyasalara yukarıda belirtilen sakıncaları önleyici tedbirlere yer verilmesi, sözleşme dizaynı, faaliyet gösterecek aracı kuruluşların yetkilendirilmeleri ve piyasanın işleyiş ve

⁸¹ Sevtap Taşkiran ve diğerleri, Finansal Araçlara Dayalı Vadeli İşlem Piyasalarına İlişkin Ara Rapor, SPK-İMKB Finansal Vadeli İşlemler Çalışma Grubu, Mayıs 1995, s:4

gözetim mekanizmalarının oluşturulmasında olası sorunların dikkatle değerlendirilmesi ile doğru orantılı olarak gerçekleştirilebilir.⁸²

2.3.1. Vadeli İşlem Piyasalarının Ekonomik Katkıları

Vadeli işlem piyasalarının bulunmadığı ülkelerde, yatırımcılar sahip oldukları varlıkların değerini etkileyebilecek yeni bir bilgi elde ettiklerinde portföy pozisyonlarını değiştirmek için sadece spot piyasaları kullanabilmektedirler. Ancak portföy pozisyonlarını değiştirmek istediklerinde açık ya da kapalı işlem maliyetleri ile karşılaşmaktadırlar. Yatırımcıların bu işlemi en hızlı ve en kolay yapabileceği bir piyasaya ihtiyacı vardır. Bu nedenle, likidite, işlem maliyetleri, vergiler ve finansal kaldıraç avantajları gibi unsurların dikkate alınması gerekmektedir. Yatırımcılar yeni bilgi elde ettiklerinde, sayılan avantajları nedeniyle, vadeli işlem piyasaları portföylerin riskini değiştirebilecekleri piyasalar haline gelirler. Ayrıca, bu piyasalar katlanılmak zorunda kalınan saklama, sigortalama ve finansman maliyetlerini en aza indirmektedir. Etkin çalışan vadeli işlem piyasalarının varlığı, ekonomide üretim ve yatırım kararlarının daha rasyonel alınmasında ve optimum kaynak dağılımının sağlanmasında etkili olabilmektedir.⁸³

Vadeli işlem piyasaları ekonomiye önemli katkılarda bulunurlar bu yüzden de hayatta kalmış ve gelişmişlerdir. Bu piyasaların önemli ekonomik katkıları şunlardır ve teorideki tam rekabet piyasalarına örnektirler;

1. Risk Yönetimi: Vadeli işlem piyasaları işlem yapanlara riski başkaları üzerine kaydırma kolaylıkları sağlarlar. Risk yönetimi, fiyatlandırma, stoklar ve üretimle ilgili karar almada kolaylıklar sağlar.

2. Fiyatların Kavranması: Serbest piyasanın bir uzantısı olarak rekabetçi piyasaları temsil ederler ve gelecekteki fiyatlar hakkında bilgi verirler. Alıcı ve satıcı sayısının büyüklüğü, piyasaya girmenin çok küçük maliyet içermesi, sözleşmelerin homojen olması ve bilgiye herkesin çok kolaylıkla ulaşabilmesi en önemli özellikleridir.

⁸² Taşkiran, a.g.e., s:4

⁸³ Engincan, a.g.e., s:6

3. Bilgi Sağlanması: Bu piyasanın bilgi sistemi çok ileri seviyededir ve bilgisayarlarla sağlanmaktadır. İşlem yapmak isteyen herkes kolaylıkla, örneğin gazetelerden bile bilgiye erişebilir ve kararlarında dikkate alabilirler.

4. İlave Sermaye: İşlem yapan kişiler bu piyasalarda işlem yapmakla hem kendi risklerini azaltırlar hem de ilave işletme sermayesine sahip olurlar. Çünkü, sözleşmeler çok küçük miktarlarda sermaye gerektirdiği için kaldıraç etkisi gösterirler.⁸⁴

2.3.2. Gelişmekte Olan Piyasalarda Vadeli İşlemlerin Rolü

Dünyada doksanlı yılların sonlarında 21 gelişmekte olan ülkede organize olmuş vadeli piyasalar mevcuttur ve her yıl bir yenisi eklenmektedir. Gelişmekte olan ülkeler içerisinde vadeli işlem piyasalara sahip olanlardan işlem hacmi bakımından en aktif olanlar ise; Arjantin, Brezilya, Meksika, Filipinler, Macaristan, İsrail, Malezya ve Güney Afrika'dır. Tüm bunların içerisinde de Brezilya en fazla vadeli sözleşmelerine sahip olan ülkedir.

Vadeli işlem piyasaları gelişmiş ekonomilerde çok sıkça kullanılma ve bilinme özelliğine sahiptirler. Gelişmekte olan ekonomilerde ise yeni yatırım araçları olarak algılanmakta ve ilk zamanlarında pek rağbet görmemektedir. Kore'de hisse senedi indeksi üzerine yapılan futures sözleşmelerinde beklenen seviyelere gelinmemesi buna örnek olarak verilebilir. Kurumsal yatırımcıların bu yeni ürüne ilgili olmamalarının nedeni yeni finansal ürünü tanımamalarıdır. Aynı zamanda işletme içi birçok sınırlamalar söz konusudur. Çünkü üst yönetim vadeli ürünleri anlamamakta ve onların oldukça riskli olduğunu düşünmektedirler. Gerçekte Kore'de yaşanan vadeli sözleşme deneyimi birçok gelişmekte olan ülkede de ortak bir özellik olarak yaşanmaktadır.

Yapılmış olan bir çalışmada çok çeşitli vadeli enstrümanlara sahip olan gelişmekte olan ülkelerin, vadeli ürünlere sahip olmayanlara göre daha çok yabancı sermayeden pay aldığını göstermektedir. Çünkü finansal ürün çeşitliliği sermaye pazarında seçimi çoklaştırdığı gibi ürünlerin birbirini tamamlayıcı fonksiyonundan

⁸⁴ Uyanık, a.g.e., s:36

dolayı yerli ve yabancı tasarrufların bu pazarlara yönlenmesini sağlamaktadır. Yatırımcılar bir finansal ürünü diğeriyle sık sık değiştirebilmektedirler. Dolayısıyla vadeli ürünlere sahip geliştirmektedir olan sermaye piyasalarında etkinlik, akışkanlık ve derinlik sağlanmaktadır. Bundan dolayı, genellikle vadeli ürünlere sahip olan gelişen sermaye piyasalarının hisse senedi performansları türev ürünlere sahip olmayanlara göre çok daha iyi olmaktadır. Ayrıca, yine aynı çalışmada vadeli ürünlere sahip olan geliştirmektedir olan ülkelerden oluşturulan endeks portföylerin performansları, Dünya Bankası'nın bir alt kuruluşu olan Interational Finance Corporation'ın bileşik ve bölgesel (Latin Amerika, Asya ve Avrupa, Orta Doğu, Afrika) endekslerine de baskın gelmiştir. Dolayısıyla, hisse senetleri endeksleri ortalamasından daha fazla getiri elde edilmek isteniyorsa vadeli ürünlere sahip geliştirmektedir olan sermaye piyasalarına yatırım yapılması önerilmektedir.

Meksika para birimi pezo ve Tayland para birimi baht'ta 1990'lı yılların ortalarında yaşanan devalüasyondan sonra yabancı yatırımcılar bu iki para birimi üzerine forward ve futures piyasalarında işlem yapmaya başladılar. Bu piyasalarda hisse senedi yatırımlarını opsiyon işlemleriyle sigorta edemeyen yerli ve yabancı yatırımcı çok büyük kayıplarla karşılaşmıştır. Endeksin devalüasyon öncesi seviyesine gelmesi ise uzun sayılabilecek bir zaman almıştır.

Makro ekonomik bakımından bakıldığında, vadeli ürünler ülke ekonomilerine ve sosyal yaşantıya katkıda bulunmaktadır. Vadeli ürünler birçok işletmeye finansal risklerini uygun şekilde sigorta edebilme imkânı sağlamaktadırlar. Dolayısıyla işletmeler ekonomik hayatta beklenmedik finansal risklerden korunarak, ekonomik faaliyetlerine devam edebilmektedirler. Geliştirmektedir olan ülkelerin sermaye piyasalarında hisse senedi işlemlerinde gözlenen hızlı ve başarılı gelişim bu ülkelerde vadeli işlem piyasalarında aynı başarılı performansı göstereceği beklentisini ortaya çıkarmaktadır.⁸⁵

⁸⁵ Turan Korkmaz, Hisse Senedi Opsiyonları, Bursa: Ekin Kitapevi Yayınları, 1999, s:253-254

2.3.3. Vadeli Piyasaların Spot Piyasalar Üzerindeki Olası Etkileri

Vadeli piyasalarda işlem maliyetlerinin (komisyon oranları, v.s.) düşük olması, yüksek kaldıraç etkisi (düşük bir teminat oranı karşılığında çok büyük hacimli işlemlere girebilmesi) ve piyasada değişik beklentilere sahip çok sayıda alıcı-satıcının olması “likidite artışı”nı da beraberinde getirmektedir. Likiditedeki bu olumlu gelişme, vadeli piyasaların yanı sıra ilgili spot piyasaları da çok yönlü etkileyebilecek niteliktedir.

1) Özellikle herhangi bir piyasadaki yüksek likidite, alıcı ve satıcıların işlemlerini çok büyük dalgalanmalara (hem hacim hem de fiyat açısından) yol açmadan gerçekleştirebilmelerine imkân tanıyacaktır.

2) Çok sayıda beklenti sahibinin fiyat oluşum sürecine katılması, piyasaya bilgi akışı zenginleştireceği için “bilgisel etkinliği”, dolayısıyla fiyat etkinliğini geliştirici olacaktır.

3) Vadeli piyasaların likidite artışı sağlaması ve gelecekteki fiyat hareketlerine yönelik referans fiyat oluşumuna imkân tanınması, ilgili spot piyasayı da olumlu yönde etkileyecek, belirsizliği dengeleyici/azaltıcı rol oynayacaktır. Bu nedenle, sağlıklı çalışan vadeli piyasaların varlığı, spot piyasaları “tamamlayıcı” niteliktedir.

4) Spot piyasalarda belirsizliğin azalması ve bu piyasalarda pozisyon alan katılımcılara vadeli işlem piyasaları aracılığıyla risk aktarım tekniklerinin sunulması, spot piyasaya olan ilgiyi de artıracaktır.

5) Diğer taraftan, spot piyasadaki fiyat hareketliliğinden etkilenen ticari-mali kesimler için vadeli fiyatlar referans teşkil edeceğinden ötürü, üretim/yatırım/portföy stratejilerinden rasyonel karar alma süreci desteklenecektir.

6) Genelde vadeli piyasaları özelde ise finansal vadeli piyasaları en yoğun kullanma eğiliminde olan kesim, kurumsal yatırımcılar, ticari şirketler ya da büyük hacimli fonları elinde tutan spekülâtörlerdir. Söz konusu kesimler, büyük ölçek ekonomisinden yararlanarak piyasa riskini minimize etme olanağından

yararlanabildikleri için, geleceğe dönük fiyat belirsizliğinin giderilmesinde vadeli piyasalara yoğun talep göstermektedirler. Diğer taraftan, profesyonel fon yönetimi tekniklerinin kullanımına imkân veren risk aktarım mekanizmalarının mevcut olmayışı, kurumsal yatırımcıların spot piyasaya olan ilgisinin de düşük seviyelerde kalmasına yol açmaktadır. Bu durum ise, özellikle finansal araçlarda vadeli işlemlerin geliştirilmesi ilgili spot piyasalarda katılımcı profilinin kurumsal yatırımcılar lehine değişmesine yol açacaktır.⁸⁶

7) Benzer şekilde, özellikle hisse senedi, tahvil ve mal grupları için geçerli olmaz üzere, vadeli piyasaların risk yönetim tekniklerinin kullanımına uygun zemin sunması, piyasa yapıcılarının gelişmesini teşvik edici olacaktır.

8) Gerek spot piyasada gerekse de vadeli işlemlerde kurumsal yatırımcıların ve piyasa yapıcılarının etkinliğinin artması, piyasada likidite artışına ve fiyat istikrarına katkıda bulunabileceği gibi yatırımcı bilincini geliştirici de olacaktır.

9) Diğer yandan, likidite artışı, kurumsal yatırımcıların ve piyasa yapıcılarının yatırımcı kompozisyonu içinde artan payı, fiyat etkinliğindeki olumlu gelişmeler, bütün bu faktörler genelde ilgili spot piyasaya duyulan talebi artıracak, piyasaya yeni fonların gelişi sağlanabilecektir. Bu durum, piyasadaki likidite artışı-işlemsel etkinlik-bilgisel etkinlik zincirini daha da pekiştirecektir.

10) Sağlıklı çalışan bir vadeli piyasa ile ilgili nakit piyasa arasındaki bu olumlu karşılıklı etkileşim süreci, yabancı yatırımcıların, uluslararası fon yöneticilerinin piyasaya çekilmesinde etkili olmaktadır. Vadeli piyasalar yoluyla yabancı yatırımcıların spot piyasalarda karşı karşıya kaldıkları riskleri bir ölçüde bertaraf edebilmeleri, profesyonel fon yönetim tekniklerini aktif bir biçimde kullanabilmeleri, spot piyasaya duyulan ilgiyi ve katılımlarını arttıracaktır.

⁸⁶ Taşkiran, a.g.e., s:6

11) Vadeli piyasalar sadece spot piyasada işlem yapan iktisadi birimlerin değil, aynı zamanda kamu otoritelerinin karar alma süreçlerine de katkıda bulunacaktır.⁸⁷

Ancak, diğer taraftan yukarıda ana hatlarıyla öngörülen olumlu etkileşimin gerçekleşebilmesi, büyük ölçüde “sistem tasarımının mükemmelliği-eksikliği” ile ilişkilidir. Vadeli piyasalar, gerek mal gerekse de finansal piyasalarda “en gelişmiş, en sofistike” piyasa türünü temsil etmektedir. Bu piyasalarda oluşabilecek riskler, etki alanlar ve boyutları açısından spot piyasalarla karşılaştırıldığında çok daha büyük sorulara yol açabilecek niteliktedir. Vadeli piyasalardaki aksaklıkların spot piyasalar da dahil olmak üzere sistemin bütününe tehlikeye sokabilecek risklere dönüşmemesi için yasal-kurumsal-teknik altyapının olabildiğince sağlıklı olması gerekir.

Vadeli piyasalarda işlem maliyetlerinin düşük olması, teminat mekanizması yoluyla kaldıraç etkisinin yüksek olması, vadeli işlemlerin nakit işlemlere kıyasla çok büyük hacimli fonların çok kısa zaman dilimleri içinde yer değiştirebilmesine zemin hazırlamaktadır. Bu ise özellikle piyasalar arası arbitraj olanağının kuvvetli olduğu bir konjonktürde, aşırı miktar-fiyat dalgalanmalarına yol açabilmektedir. Genelde mali piyasalardaki ani ve yüksek hacimli dalgalanmalar, büyük kayıpların yaşanması ile atlatılabilmektedir.

Ayrıca aşırı dalgalı fiyat hareketleri, hem vadeli hem de nakit piyasanın aşırı spekülatif alım-satımlara ve manipülasyon tehlikesine maruz kalmasına yol açmaktadır. Bu ise, gerekli önlemlerin yeterince alınmamış olması ya da alınmaması durumunda, küçük tasarruf sahibi başta olmak üzere gerçek yatırımcıların piyasadan kaçmasıyla sonuçlanabilecek bir süreci başlatabilmektedir.

Teknolojik gelişim, genelde mali piyasalar arasındaki karşılıklı etkileşimi daha da pekiştirmiştir. Bu durum, özellikle diğerinin türevi niteliğinde olan vadeli piyasalar ile ilgili spot piyasanın, aslında tek bir piyasa gibi davranmasını kaçınılmaz kılmıştır. Dolayısıyla her iki kesimde işlem yapanların büyük ölçüde aynı yatırımcı

⁸⁷ Taşkiran, a.g.e., s:6

tabanına sahip olacağı da göz önüne alınırsa, bu iki piyasanın eşgüdüm ve uyum içinde çalışmasının gerekliliği daha iyi anlaşılacaktır.

2.3.4. Vadeli Piyasalardan Kaynaklanan Riskler

Vadeli işlemler, özellikle risk yönetimi konusunda tüm piyasa katılımcılarına farklı alternatifler sunmaktadırlar. Bununla birlikte son yıllarda büyük sanayi şirketleri ve ticari firmalar, finansal kurumlar ve yerel yönetimlerin vadeli işlem piyasalarında karşılaştığı zararlar, profesyonel yatırımcıların bile, vadeli piyasaları dikkatli kullanmadıkları, amaçlarına uygun stratejiler seçmedikleri ve etkin bir iç denetim mekanizmasını kurmadıkları takdirde büyük zararlarla karşı karşıya kalabileceğini ortaya koymuştur (Banker Trust, Metallgesellschaft, Orange Country, Barings ve Long Term Capital Management olaylarında olduğu gibi). Ancak, vadeli piyasalarda yapılan işlemler nedeniyle son yıllarda yoğun tartışma konusu olan bu olayların çoğunda, gerçekleşen işlemlerin fazlaca denetlenmeyen ve karmaşık stratejileri içeren tezgahüstü piyasada yapılan işlemlerden kaynaklandığı gözlemlenmektedir.

Vadeli piyasalarda yaşanan iflaslar ve bu iflasların yol açabileceği sistematik riskleri incelerken dikkat edilmesi gereken en önemli nokta, borsalarda işlem gören vadeli işlemlerle tezgahüstü piyasada işlem görenlerin ayrı ayrı değerlendirilmesi gereğidir.

Vadeli işlem piyasalarında yaşanan olumsuz tecrübelerden kaynaklanan zararlar çeşitli nedenlere dayanmaktadır.

Etkin iç denetim mekanizmasının kurulmamış olması: Düzgün çalışan detaylı iç denetim prosedürlerinin ve kontrollerinin yapılandırıldığı ve şirketteki gelişmelerden üst yönetimi en kısa zamanda haberdar eden bir denetim mekanizması sadece vadeli ürünlerde işlem yapan tüm şirketler için çok önemli bir ön koşuldur. Hele vadeli ürünler gibi biraz daha karmaşık enstrümanlarda işlem yapan şirketler için denetim mekanizmasının çok iyi çalışması gereklidir.

Etkin bir risk yönetim mekanizmasının kurulmamış olması: Vadeli ürünlerin alım satımı ile uğraşan kurumlarda risk limitleri, etkin risk ölçüm yöntemleri ve bilgi akış sistemleri, sürekli risk kontrolü ve üst düzeye düzenli aralıklarla raporlamanın yapılacağı etkin bir risk yönetim sisteminin oluşturulması çok önemlidir.

Alım satım işlemleri ile back office işlemlerinin ayrı ayrı birimler tarafından gerçekleştirilmesi: Finansal piyasalarda işlem yapan şirketler alım satım işlemlerini, bu işlemlerin şirket kayıtlarına geçirilmesi, muhasebeleştirilmesi gibi işlemlerden ayrı tutulmalı ve aynı kişi veya bölüme bu görevlerin tamamı verilmemelidir. Yaşanan büyük zararlar bu kurala uymayan şirketlerde, kötü niyetli personelin alım satım işlemlerinden kaynaklanan zararları şirket kayıtlarıyla oynayarak gizleyebildiklerini göstermiştir.⁸⁸

Piyasa riskleri ve bu risklerden korunmak konusunda kullanılan stratejileri tam olarak anlayan ve değerlendiremeyen yönetici kademesinin varlığı: Kurumların üst düzey yöneticilerin vadeli piyasa alım satım işlemlerinden kaynaklanan risklerin niteliğini ve büyüklüğünü anlamaları ve bu finansal araçların firmanın ana hedeflerine ulaşmada ne ölçüde yardımcı olacağını kavramaları şirket risk yönetiminin etkinliğini artıracak gibi, alım satım yapan personele geniş yetkiler verilmemesini veya verilen yetkilerin kullanımının daha etkin bir şekilde takip edilmesini sağlayacaktır.

Vadeli işlemleri yapan personelin işlemlerde aşırı agresif olması: Şirketler, müşterilerine karşı takip etmeleri gereken davranış kalıpları konusunda belli bir standart belirlemedikleri durumda, bu işi yapan personel kendilerine vaad edilen yüksek miktardaki primler ile piyasada gereğinden fazla saldırgan bir tavırla hareket etmekte, bu da gereksiz risklerin alınmasına sebep olmaktadır. Bu nedenle üst yönetim tarafından yapılacak değerlendirmelerde traderlara verilecek primlerde sadece firmaya kazandırdıkları karın boyutunu değil, bunun zaman içindeki sürekliliğinin, üstlenilen riskin boyutunun ve firmada kullanılan öz kaynak miktarının da dikkate alınmasının gereği açıktır.

⁸⁸ Çetin A. Dönmez ve Mustafa K. Yılmaz, "Türev Piyasalar Finans Sektöründeki Dengenin Korunması Açısından Bir Tehdit Oluşturabilir Mi?", İMKB Dergisi Cilt:3 Sayı:11, Temmuz-Ağustos-Eylül 1999, s:75

Farklı ÷lkelerde yapılan işlemlerin düzenleyici otoriteler tarafından izlenmesinde koordinasyon eksikliği: Özellikle farklı ÷lkelerde yapılan işlemlerin ancak tamamının bir arada değeriendirilmesi durumunda taşınan ger÷ek riskin hesaplanabileceğı açıktır. Tüm dünyada kullanılabilecek global bir risk ölçüm, yönetim ve denetim mekanizmasının kurulması yararlı olacaktır. Bu anlamda özellikle son yıllarda finansal sistemde ortaya çıkan sistematik riskin azaltılması konusundaki çabalar giderek artmaktadır.⁸⁹

⁸⁹ Dönmez, a.g.e., s:75

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

1992–2006 YILLARINDA RUSYA’DA VADELİ İŞLEM PİYASASINDAKİ UYGULAMALAR

Bu bölüm Rusya’daki vadeli işlem piyasasının gelişme sürecini inceleme üzerine hazırlanmıştır. Bu analize dayanarak Rusya vadeli işlem piyasasında hangi başarılarla ulaştığının ve uluslararası ekonomik entegrasyon ile piyasaların küreselleşme şartlarında bu piyasanın efektif gelişmesi için hangi noktalara ulaşması gerektiğinin belirlenmesi gerekmektedir. İşte sözü geçen soruların yanıtlanması üzerine bu bölüm hazırlanmıştır.

3.1. Rusya Vadeli İşlem Piyasasının Tarihsel Gelişimi

3.1.1. Birinci Gelişme Aşaması (ABD Doları Üzerine Yazılan Futures Sözleşmeleri)

Planlı ekonomide para ve mal akımının orta vadeli yönetim fonksiyonları, planlamacı kurumlar tarafından gerçekleştirilir. Buna uygun olarak, vadeli işlem piyasasının gelişmesine olan atıflar oluşmamaktadır. Ancak, ekonomisi planlı olan devletlerde daimi ikametne sahip olanlar tarafından dış piyasalarında işlemler gerçekleştirirken vadeli sözleşmeler de kullanılabilir.

Geçen yüz yılın 80’li yıllarında forward ve futures sözleşmeleri, Sovyet dış ekonomik kuruluşların uygulamasında kullanılmaya başlanmıştır⁹⁰. 90’lı yılların başında Rusya ekonomik mevzuatların liberalizasyonu milli vadeli işlem piyasasının oluşmasına neden olurken, bu kuruluşların pratik iş tecrübesi, ayrıca oluşan teknolojik prosedürler bazen iç vadeli işlemlerin uygulamasını etkilemiştir. Ancak, Rusya vadeli işlem piyasasının temelinde batı vadeli işlem piyasasının metodolojik, organizasyonel-hukuksal ve teknik esasları yatmaktadır. Bu tür alımlar, mal ve finansal varlıkların vadeli alım ve satışları ile ilgili nispeten tam bir ilişki sisteminin

⁹⁰ Vneshtorgbank SSCB 28.01.1987 tarihli No: 2 ‘Vneshtorgbank SSCB tarafından döviz işlemlerin akdedilme düzeni’ Talimatı

asgari bir sürede oluşturulmasına izin vermiştir. Bunlar, Rusya vadeli işlem piyasasının ilk aşamalarında hızlı büyümesine katkı sağlamıştır. Ancak, vadeli işlem piyasasının iktisadi proseslerine genel olarak düşük seviyede entegre olmasına bağlı olarak, Rusya ekonomisi özelliklerinin yeterince tam olarak yansımaması, vadeli piyasanın istikrarlılığı ve dayanıklılığının düşmesine neden olmuştur. Bunun haricinde, vadeli işlem piyasası organizasyonun bazı formlarının mekanik olarak alınması (iktisap edilmesi), vadeli ticaretin etkili olmayan ve potansiyel olarak sağlam olmayan mekanizmaların oluşmasına neden olmuştur.

Vadeli işlem sözleşmelerinin – futures – organize borsa piyasasının Rusya’da kurulması isteğine dair ilk defa Haziran ayı 1992 yılında bildirilmiştir. Bu dönemde, Rusya Mal ve Hammadde Borsası, Moskova Mal Borsası, Moskova Madeni Metaller Borsası ve Metal Borsası, futures piyasasının oluşmasında işbirliği yapacaklarını bildirip kendi aralarında bunu “sözleşme piyasası” olarak adlandırmışlardır. Vadeli işlem sözleşmesi ile ilgili şu dayanak varlıklar üzerinden ticaret yapılması düşünülmüştür: benzin Ai-76, A-7 külçe şeklindeki alüminyum, toz şeker (küp şeker), II. sınıf yumuşak değerli cinsteki buğday.⁹¹ Müteakiben, birçok borsalar, ayrıca futures sözleşme ticaretinin başlaması ile ilgili bilgi vermiştir. Ancak tüm bu bildirimler zamanından önce yapılmış, çünkü Rusya’da o dönemde yüksek enflasyonun varlığı, ülke genelinde malların fiyat artışı göstermesi, ayrıca piyasa oyuncuların güvenirliliğini sağlayan cari piyasa fiyatlarını belirleme mekanizmasının olmaması sonucu, futures mal piyasasının oluşması mümkün değildi. Ayrıca, belirtmek gerekir ki, mal (spot) piyasası daha öyle bir kalite ve özelliklere sahip olmadığından dolayı, onun temelinde vadeli işlem piyasasının oluşması mümkün değildi.

Rusya’da ilk oluşan futures sözleşmeleri, yabancı döviz olan ABD doları dayanak varlık olarak kullanılmıştır. Bu sözleşmeler ile ilgili ilk alış ve satışlar, 21 Ekim 1992 tarihinde Moskova Mal Borsasında gerçekleşmiştir. Sözleşme tutarı – 10 ABD dolarıdır ve mal tedariki ise Aralık ayı 1992 yılında gerçekleşmesi gerekirdi.⁹² En baştan beri, döviz futures ticaretine ve buna karşı ilgi her zaman büyüktü ve sürekli artmaya başlamıştır. İlk aylarda, normal ticaret iş günü tamamlandıktan sonra haftada bir

⁹¹ Volovik A.M., Rinok Tovarnih Futures’nih Kontraktov V Rossii, M: Finansı İ Statistika, 1997, s:12

⁹² Ovchinnikov O.G., İgri Na Rinke Valyutnih Futures’ov: Osnovniye Faktori Kursa Futures’ov, Optimizaciya Prinyatih Resheniy, M: İNFRA-M, 1995, s:76

kere futures ticareti yapılırken, daha sonra Kasım ayının ortasına doğru ticaret sayısı haftada ikiye çıkmıştır. Yeni sözleşme eklenmiştir, tutarı ise 1 000 ABD dolardır. 1994'ten itibaren MTB'da futures ticareti artık haftada dört kere gerçekleşmektedir. 1995'de ise döviz futures sözleşmesinin tutarı 5 000 ABD dolarına kadar yükseltilmiştir.

1992–1993 yılları arasında döviz futures sözleşmelerin çoğunluğu sadece spekülative amaçla kullanılmıştır. Bizim görüşümüze göre, bu durumun açıklaması, o dönemlerdeki futures piyasası spekülasyonların gerçekleşmesi için çok büyük fırsatlar sunmuştur. Birincisi, futures piyasası döviz piyasasına göre daha aktif ve büyük ciroya sahipti. İkincisi, döviz spot ve futures piyasalarındaki fiyat değişmesi analizinden görüldüğü gibi, futures piyasası esnek bir şekilde doların borsa kurunun değişmesinden etkileniyordu ve futures sözleşmesinin fiyat dinamiği genelde MMVB borsasındaki ABD doları kurunun dinamiğini tekrarlamıştır. Bunun gibi fiyat korelasyonu, genel olarak vadeli fiyat değişmesinin artışıyla birlikte tüccar tarafından tahmin edilen durum gelişmesinin ekonomik varyasyonları için döviz futures işlemlerinden gerçek dolarla yapılan işlemlere nazaran 2–3 kat daha fazla kar elde etmişlerdir. Üçüncüsü, futures piyasası, sigorta ve teminat ödeneklerinin yapılması için kendi katılımcılarından daha az masraf gerektirmektedir. Bu ödeneklerin tutarı, kural olarak, futures sözleşmelerin bedelinin % 20'sini geçmemektedir. Bunun sayesinde, sadece büyük yatırımcıların değil, bununla birlikte küçük yatırımcıların da bunun üzerinden işlem yapılmasına imkân tanınmıştır. Bu durum, piyasa katılımcı sayısını arttırarak, futures sözleşmelerinin likidite ve işlem ile ilgili cirosunun artışı da sağlamıştır.

Ancak, dünya tecrübesinde de görüldüğü gibi, eksiksiz vadeli işlem piyasası sadece spekülör ve arbitrajcılardan oluşması mümkün değildir. Bilindiği gibi, gerçek arz ve talep akımı hedger'lerden kaynaklanmaktadır. Bundan dolayı, futures piyasasının normal gelişimi için katılımcıların işte bu kategorisinin piyasaya girmesi ihtiyaç haline gelmiştir. Bunun için olanak 1993 yılında verilmiştir. Günlük futures sözleşmeler cirosu 400 bin ABD dolarına ulaşırken, büyük olmayan ihracat-ithalat işlemlerini tamamen hedge etmek mümkündü.⁹³ Haziran ayı 1993 yılında hedge

⁹³ Gryaznova A.G., Korneeva R.V., Galanov V.A., Birzhevaya Deyatelnost, Finansı İ Statistika, 1995, s:86

etme ile ilgili özel uzmanlar ortaya çıkmış ve bunlar hedger'lara hizmetini sunmuştur. MTB'da bu alandaki önde gelenlerden finans şirketi "Brok-Servis" olmuştur.

Bununla birlikte, diğer borsalarda da döviz futures ticareti gelişmiştir. Ekim ayı 1993 yılında ise Rusya Mal-Hammadde Borsasında (daha sonra Rusya Borsası (RB) olarak adını değiştirmiştir) döviz futures ticareti başlamış. Ticareti yapılan sözleşmelerin tutarı, 1 000 ABD doları oluşturmuş ve maksimum tedarik süresinin derinliği - 12 ay idi.

Katı bir garanti sisteminin (teminat ve sigorta ödenekleri, açık pozisyonlarda limitlerin belirlenmesi vb.) sayesinde elde edilen Rusya Borsasının finansal durumunun sürekliliğinden dolayı, aktif bir şekilde büyümeler görünmüştür, bu da örneğin, Rusya Borsasının, ticaret sisteminde hiçbir zarar ve kayıp olmadan Ekim ayı 1994 yılındaki krizi atlmasına yardımcı olmuştur.

Döviz futuresleri ile ticaret yapan diğer bir büyük ticaret alanı olarak Moskova Merkez Menkul Kıymetler Borsası (MCFB) gösterilmektedir. Sözleşmelerin ticareti, tutarı ise 1.000 ABD doları olan, Mart ayı 1994 yılından itibaren başlamıştır. Dolar futures ticareti yapanların şartları, hemen hemen MTB'nın döviz futures şartlarına tam olarak uygun gelmektedir. Bu da, arbitraj işlemlerinin yapılması için büyük olanak sağlamaktadır. Bunun sayesinde, MCFB'da futures sözleşmeleri ile ilgili ticari ciroların hızlı bir şekilde büyüme oranı gözlemlenmektedir. Ancak, ilk başlarda büyük finansal kuruluşların faaliyetlerine odaklanarak, MCFB sigorta ve teminat ödenekleri konusunda yumuşak taleplerde bulunmuş ve bu ilerde negatif etki yaratmıştır.

1994 yılında vadeli piyasalarda hedger'lerin payı gittikçe azalmıştır ve tekrar spekülatif sözleşmeler çoğunlukta olmaya başlamıştır (bunun içinde arbitraj sözleşmeleri (özellikle MTB ve MCFB arasında)). Ticaret hacminin aniden büyümesi (günlük ciro, 1994 yılının sonuna doğru sadece MTB'da bile birkaç milyon ABD doları oluşturmuştur), açık pozisyon sayısının artışına, piyasanın durağan olmamasına ve anlamlı bir şekilde piyasa katılımcılarının telaşlanmasına neden olmuştur. Teminat ödeneklerine ilişkin sistemin çok yumuşak olmasından dolayı, MCFB 05.10.1994 tarihinde ticaret

katılımcılarıyla hesaplaşamadı ve futures sözleşme ve işlemlerini durdurmaya mecbur kalmıştır.⁹⁴ Bu, piyasada şok edici durumun oluşmasına neden olmuştur. Birincisi, kendi işlemlerini başarıyla gerçekleştiren birçok katılımcılar, kendi kar ve çıkarlarını elde etmeyi umuyordu. İkincisi, en önemlisi, MCFB’da sözleşmeleri satın alan ve MTB’da onları satan arbitrajcular, MCFB’da kendi kazançlarını alamayınca çoğu MTB’daki kendi zararlarını kapatabilme kapasitesinde değillerdi.

Müteakiben, 11 Ekimde "kara salı", dolar kuru % 27,4 olarak arttığında, oluşan durumu iyice durağan olmayan bir duruma getirmiştir. Sonuçta, MTB da bir kaç gün için futures sözleşmeleri ile ilgili ticareti durdurmaya mecbur kalmıştır. Rusya Borsasının katı bir teminat sistemi, işbu süreçten kaçınmaya fırsat tanımıştır. 14.10.1994 tarihinden itibaren MTB’da futures sözleşmeleri ile ilgili işlemler yeniden başlamıştır. Bu olaylardan sonra yapılan basın konferansında MTB yönetimince belirtildiği gibi, borsada geliştirilen satış teknolojisi %30’luk ani fiyat artışına dayanıklı olmasına olanak tanımaktaydı. Buna şahit olan Amerikan uzmanları, bu teknolojiye yüksek not vermişler, bunun nedeni ABD’de fiyatların % 2–3 olarak değişmesi bile ticaretin durdurulmasına neden olmaktadır.⁹⁵

Kasım 1994 yılında ise MCFB futures ticaretine yeniden başlamıştır. Ancak, ekim ayındaki hesap odasının kriziyle ticaret alanından birçok katılımcının ayrılmasına ve güvensizlik ortamının oluşmasına neden olmuştur, bunun sonucu olarak da borsadaki ticaret ciroları çok düşük olmuştur.

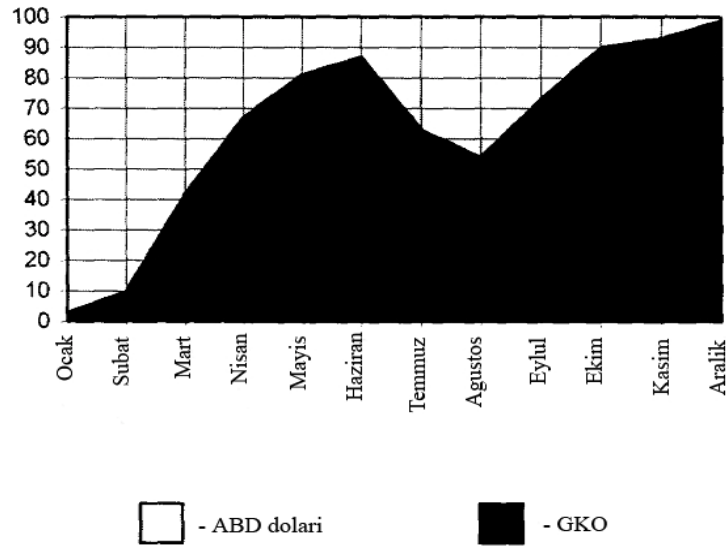
Ekim ayı krizinden hemen sonra, futures piyasasının katılımcı listesinde kalite açısından değişiklik olmuştur: birçok küçük spekülasyon işlemleriyle uğraşan uzmanlar piyasadan ayrılmışlar, onların yerine ise büyük finansal kaynaklara sahip ve birkaç finansal piyasalarda işlemler yapan büyük spekülâtörler gelmişlerdir. Ayrıca, ABD doları kurunun büyük ve beklenmeyen dalgalanmalarından futures sözleşmeleriyle korunmak isteyen hedger’lerin de payı artmıştır.

Ağustos 1995 yılında uygulamaya konulan döviz koridoru, döviz kurunun ani dalgalanmasını anlamlı bir şekilde azaltmıştır. Bunun sonucu olarak, birçok hedger döviz

⁹⁴ Safonova T.U., Birzhevaya Torgovlya Proizvodnimi Instrumentami, M: Delo, 2000, s:19

⁹⁵ Lyalin V.A., Vorobyev P.V., Cenniye Bumagi İ Fondovaya Birzha, M: Filin, 1998, s:103

risklerinin sigortalanmasından vazgeçme şansını yakalamışlar ve ayrıca, spekülatif ve arbitraj karların elde edilmesi konusunda önemli bir şekilde azalma görülmüştür. Bunlar, ABD doları üzerinden futures ticareti hacminin azalmasına neden olmuştur. 1996 yılının başında MTB’da döviz futures ticareti durdurulurken, 1996 yılının sonuna doğru ise ABD doları üzerinden futures piyasadan GKO’ya kaydırılmıştır (Şekil 3.1).⁹⁶ Bu durumu şöyle açıklayabiliriz, bazı katılımcılar daha önce açılan pozisyonları kapatmak amacıyla döviz futures işlemlerini gerçekleştirmişlerdir.



Şekil 3.1: 1996 Yılındaki Toplam Ticaret Cirolarında ABD Doları ve GKO Futures'ların Paylarının Dinamiği

Şimdi de, o dönemlerde ABD doları kurunun nasıl olduğuna bakalım (Tablo 3.1)⁹⁷ ve yukarıdaki şekilde gösterilen döviz futures ticaretinin gelişme dinamiği ile bu tabloda gösterilen veriler arasındaki karşılıklı ilişkiyi analiz etmeye çalışalım.

⁹⁶ Gankin G., Suhobok M., Rusya Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişmesi, Kıymetli Evraklar Piyasası Dergisi, No5, 1997, s:15

⁹⁷ Rusya Federasyonu Merkez Bankası, Banka İstatistikleri Dergisi, No11(54), 1997, s:22-23

Tablo 3.1: MMVB’da İşlem Gören ABD Doları Kurunun Dinamiği (Ruble / Dolar)

	Ayn ortalama kuru					
	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Ocak	-	197,5	484,2	1444,4	3858,3	4689,0
Önceki aya göre % olarak	-	123,5	116,8	116,5	113,9	101,5
Şubat	-	185,9	569,0	1583,3	4259,4	4765,4
Önceki aya göre % olarak	-	94,1	117,5	109,6	110,4	101,6
Mart	-	152,3	664,6	1719,0	4748,7	4836,9
Önceki aya göre % olarak	-	81,9	116,8	108,6	111,5	101,6
Nisan	35,2	153,6	767,2	1793,7	5024,9	4904,4
Önceki aya göre % olarak	-	100,9	115,4	104,3	105,8	101,4
Mayıs	38,1	123,4	928,3	1880,5	5060,2	4988,2
Önceki aya göre % olarak	108,3	80,3	121,0	104,8	100,7	101,7
Haziran	40,6	126,0	1080,1	1957,9	4708,8	5059,7
Önceki aya göre % olarak	106,4	102,1	116,4	104,1	93,1	101,4
Temmuz	52,4	143,4	1024,5	2025,9	4518,8	5146,5
Önceki aya göre % olarak	129,2	113,8	94,9	103,5	96,0	101,7
Ağustos	52,0	168,2	985,6	2121,7	4416,3	5291,2
Önceki aya göre % olarak	99,2	117,3	96,2	104,7	97,7	102,8
Eylül	55,1	220,5	1072,7	2346,9	4472,0	5381,5
Önceki aya göre % olarak	105,9	131,1	108,8	110,6	101,3	101,7
Ekim	63,7	353,8	1187,6	3043,5	4501,4	5430,5
Önceki aya göre % olarak	115,7	160,5	110,7	129,7	100,7	100,9
Kasım	107,2	426,3	1192,7	3151,4	4544,5	5480,0
Önceki aya göre % olarak	168,3	120,5	100,4	103,5	101,0	100,9
Aralık	159,9	414,6	1240,3	3387,7	4621,6	5533,5
Önceki aya göre % olarak	149,2	97,3	104,0	107,5	101,7	101,0

Kaynak: Rusya Federasyonu Merkez Bankası, Banka İstatistikleri Dergisi, No11(54), 1997

Görüldüğü gibi, ABD doları kurunun önemli bir şekilde dalgalanması (ayda % 20 oranında aşağıya veya yukarıya doğru), 1991–1992 yıllar arasında dayanak varlık türleri üzerinden vadeli sözleşmeler yapmak için olumlu şartlar oluşturmaktadır, bunun nedeni dolar kurunun dinamiğine oransal olarak doğru tahmin yapıldığı takdirde, spekülasyon amaçla karların elde edilmesi için büyük olanaklar sunmasıdır. Bu, görüldüğü gibi, Ekim ayı 1992 yılında ABD doları futures sözleşmelerin oluşmasına neden olmuştur.

ABD doları kurunun, daha sonraki beklenmeyen ve tahmin edilemeyen durumu, ayrıca artış yönündeki (Ocak-Temmuz 1993 yılı, Eylül 1993 yılı-Ekim 1994 yılı) ve azalış yönündeki (Aralık 1992 yılı, Temmuz-Ağustos 1993 yılı) dalgalanmaları, tahmin edilemeyen dalgalanma sınırları içerisinde bu piyasaya spekülasyoncuları çekmek için olumlu şartlar oluşturmıştır. Bu, o dönemde Rusya’da görüldüğü gibi, vadeli döviz piyasasında ciroların artışına neden olmuştur. Dolar kurunun durumu, ayrıca bazı ihracatçı ve ithalatçıların, hedger sıfatıyla vadeli piyasaya girmesini ve döviz risklerinden korunma yöntemi olarak döviz futureslere karşı ilgi duymasını mecbur kılmıştır ve böylece de ticaret hacmini arttırmıştır.

11.10.1994 tarihinde ABD doları kurunun önemli değişimi, daha önce de belirttiğimiz gibi, vadeli işlem piyasasındaki finansal kriz durumunun oluşmasına ve piyasadaki birçok katılımcıların durumlarının kötüleşmesine neden olmuştur. Ancak, MMVB’daki ABD doları kurunun devamlı olarak dalgalanmaları, döviz futures işlemlerinin durdurulmasına fırsat tanımamış ve her seferinde hep yeni ve yeni katılımcıları çekmiştir.

Ağustos ayı 1995 yılında döviz koridorunun uygulamaya konulmasından sonra, dolar kurunun dinamiği yeterli bir derecede durağan olmuş (aylık büyüme tempoları yaklaşık %1–1,5 oranındadır) ve bu önemli bir oranda spekülasyon olanaklarını azaltmıştır, ayrıca döviz risklerinden korunmayı ihtiyaç haline getirmiştir. Bu, sonuç olarak, ABD doları üzerine yazılan futures işlemlerinin tamamen durdurulması ve uygulanmamasına neden olmuştur.

Böylece, sonuç olarak çıkartabiliriz ki, vadeli işlemler yapılan piyasaların başarılı bir şekilde fonksiyonları yerine getirmesini ve gelişmesini etkileyen birçok faktörlerden biri olarak dayanak varlık piyasa fiyatlarının dalgalanmaları sayılır.

3.1.2. İkinci Gelişme Aşaması (Devlet Kısa Vadeli Tahviller (GKO) Üzerine Yazılan Futures Sözleşmeleri)

Rusya'nın, vadeli işlem piyasasının, bir sonraki aşamasını belirleyen diğer vadeli enstrüman türü, devlet kısa vadeli tahviller (GKO) üzerine yazılan futures sözleşmeleri olmuştur.

İlk defa bu vadeli sözleşme türleri, MCFB'da 1994 yılının sonuna doğru MIBOR tarifi (Moscow Interbank Offered Rate – Moskova bankalar arası kredi piyasasındaki LIBOR tarifesinin benzeridir) üzerine düzenlenen futures'larla birlikte oluşmaya başlamıştır.⁹⁸ Bizim görüşümüze, göre, onun ortaya çıkması aşağıdaki nedenlere bağlıdır:

1. Vadeli sözleşmelere konu olan dayanak varlık piyasası – GKO – kurulduğundan (1993 yılı) o dönemlere kadar büyük ticaret cirolarına sahip olmuştur; GKO'nun yüksek likidite, güvenilirlik ve karlılık oranı ise, bu piyasaya hep yeni katılımcıları çekmeye devam etmiştir ve böylece göstergelerin sayısal olarak artışına neden olmuştur;
2. GKO üzerinden yapılan ticaretin ortak merkez sistemin rolünü üstlenen MMVB, dayanak varlığın cari piyasa fiyatlarını objektif olarak belirlemeye ve böylece vadeli işlem piyasasının katılımcıları için bu piyasanın ilerideki gelişme durumunu tahmin etmeye olanak sağlamıştır;
3. GKO'nun fiyat dinamiği, çok büyük dalgalanma derecesine sahip olduğundan dolayı, spekülasyonların (vadeli işlem piyasası dâhil) gerçekleşmesi için olumlu olanak ve şartlar sağlamıştır.

Bu sözleşme türlerinin ticareti, büyük miktarda işlem görmeye başlamış ve hızlı bir şekilde büyük cirolara da sahip olmuş, ancak Ekim ayı 1994 yılında MCFB'nın ticaret odasının finansal krizi bu süreci durdurmuştur.

⁹⁸ Selivanovskiy Anton, Potemkinskaya Derevnnya Dlya Derivativov, Rinok Cennih Bumag, Dergisi No 10 (313), 2006, s: 20

GKO üzerine yazılan vadeli sözleşmeler akdedilen piyasa sadece 1995 yılında gelişme göstermeye başlamış, ancak katılımcı tarafından bu piyasaya olan büyük ilgi Ocak-Şubat ayları 1996 yılında gözlemlenmiştir. Bizim görüşümüze göre, bunu aşağıdaki faktörler etkilemiştir:

1. Bu zamana kadar GKO ve OFZ'nin yüksek durağan gelirleri sayesinde, kendi yüksek gelir ve güvenilirlikleri aracılığıyla çekilmeye çalışılan birçok küçük ve orta ölçekli yatırımcılar (büyük yatırımcılar dışında) çalışmaya başlamıştır. Onlardan birçoğu kar amacıyla riskli işlemler gerçekleştirmeye hazırды ve bundan dolayı da GKO üzerinden vadeli işlemler ve sözleşmeler yapılan piyasadaki işlemleri aktif bir şekilde gerçekleştirmeye başlamışlardı.⁹⁹
2. Bu piyasa cirosunun artışını önemli bir derecede birçok finansal spekülâtörlerin ilgisini etkilemiştir. Bu spekülâtörler, döviz koridoru kuralının uygulanmasından gelirlerin azaldığı döviz futures piyasasından bu piyasaya kaymıştır.
3. Ülkedeki siyasi ve ekonomik istikrarsızlıkların sonucunda oluşan bizzat GKO piyasasının yüksek dalgalanmaları, GKO vadeli piyasaya sadece spekülâtörleri değil, bununla birlikte hedger'ları da çekmeyi başarmıştır. Hedger olarak, GKO vadeli piyasasında en çok ve sıklıkla büyük yatırımcılar boy göstermeye başlamıştır. Bunlar, devlet tahvillerinin büyük portföyüne sahip olarak, olumsuz fiyat değişiminden kendilerini korumaya çalışmışlardır.

GKO futures piyasa temposunun artışı önemli bir şekilde azalmış ve onun sayısal göstergeleri ise 1996 yılında Nisan ayından Haziran ayına kadar olan dönemde bile azalmıştır. Bu durum ve buna istinaden dayanak varlık piyasası – GKO – ülke içindeki siyasi şartlara ve durumlara tamamen bağlıdır. O dönemlerde yapılan cumhurbaşkanlık seçimleri de olumsuz etki yaratmış ve aşağıdaki durumların ortaya çıkmasına neden olmuştur:

1. Seçim sonuçlarının belirsizliğinden (özellikle seçim süreci öncesi), buna istinaden Rusya ekonomisinin genel olarak gelecekteki gelişim yönlerinin ve devlet menkul kıymetler piyasasının belirsizliğinden dolayı, özellikle risk

⁹⁹ Safonova, a.g.e., s:30

almaya hazır olmayan birçok yatırımcılar geçici olarak bu piyasadan çekilmeye karar vermişlerdir;

2. Bu piyasada kalanlar ve risk almaya hazır olanlar ise, GKO spot piyasasındaki yüksek gelirlerden tamamen yararlanabilirlerdi (piyasa fiyatlarının büyük oranda düşmesinden kaynaklanmaktadır).

Bunun sonucu olarak, ayrıca diğer objektif nedenlere bağlı olarak, GKO üzerinden futures piyasası katılımcılarının ilgisi önemli derecede azalmış ve ticaret cirosunun azalmasına neden olmuştur.

Cumhurbaşkanlık seçimleri tamamlandıktan sonra, GKO üzerinden vadeli piyasa tekrar güvenilir ve istikrarlı olmaya başlamış ve bundan dolayı da futures sözleşmelerine katılımcıların ilgisi tekrar artmaya başlamıştır. Bu sözleşmeler ile ilgili yapılan işlemlerin hacmi sürekli artmaya başlamış ve yılsonunda da 2,5–3 kat artmıştır.¹⁰⁰ 1997 yılı baharında ise, GKO vadeli piyasadaki fiyatların düşmesinden dolayı, tüm borsalardaki futures ciroları önemli bir ölçüde artmıştır. Bizim görüşümüze göre, bunlar büyük hedger'ların yüzünden olmuştur.

Ülkenin iç borçlarının hizmet giderlerini azaltması ile ilgili devam eden devlet politikasından dolayı, GKO/OFZ üzerinden vadeli piyasanın geliri yıllık %17-20'ye kadar düşmüş ve bununla birlikte devlet tahvillerinin fiyatlarının dalgalanması da azalmıştır.¹⁰¹ Bunun sonucunda, vadeli işlem piyasasında spekülatif fırsatlar da azalmış ve vadeli işlem piyasasında GKO üzerinden pozisyonunu korumaya ihtiyaç kalmamıştır. Bundan dolayı, GKO üzerinde futures işlemlerine olan ilgi önemli ölçüde azalmış ve piyasa katılımcılarının ilgisi 1997 yılının ortasından itibaren hisse senetler üzerine yazılan futures'lere odaklanmıştır.

GKO futures işlemlerinin hacmi hızlı bir şekilde düşmüş, GKO/OFZ üzerine yazılan vadeli işlemler, piyasadaki durumlara bağlı olarak biraz da olsa zaman zaman büyümeler gözlemlenmiştir. 17.08.1998 tarihinde GKO/OFZ işlemleri

¹⁰⁰ Zaharov A.V., Kirichenko D.A., Chelmodeeva E.V., Valyutnie İ Universalniye Birzhi XXI Veka Kak Antikrizisniy Mehanizm Finansovogo Rinka, M: MMVB, 2002, s:66

¹⁰¹ Safonova, a.g.e., s:31

tamamlandıktan sonra, GKO futures sözleşmeleri önemini kaybetmiş ve bununla ilgili yapılan işlemler de tamamen bitmiştir.

Rusya vadeli piyasasında GKO futures sözleşmeleri ile ilgili işlemler, gene döviz futures işlemleri gibi hesap niteliği taşımaktadır. Ancak, onların çeşitleri daha çok ve geniştir. En geniş çeşidi ise Rusya Borsası tarafından teklif edilmiş ve bunun üzerinden aşağıdaki sözleşme türleri işlem görmüştür.¹⁰²

- İlk ortalama fiyat bazında, GKO'nun ilk yerleşim ayında MMVB'nın açık artırmı esnasında 182 günlük kullanım süresiyle birlikte sözleşme derinliği 4 aydır. Bu sözleşme türü Rusya Borsasında "açık artırımlı" olarak adlandırılmaktadır;
- GKO'nun yerleşimi ile ilgili en yakın ilan edilen açık artırımın fiyatı ve/veya ortalama fiyat bazında, sözleşme derinliği 6 gündür. Bu sözleşme türü, Rusya borsasında "haftalık" sözleşme olarak adlandırılmış, diğer borsalarda ise işlem görürken sözleşme türü "açık artırımlı" olarak adlandırılmıştır;
- İkincil işlemlerde ise, GKO'nun kesin çıkışının ortalama fiyat bazında, sözleşme derinliği 92 günden 176 güne kadardır. Rusya Borsasında, bu "ikincil sözleşmeler" olarak adlandırılmış, diğer borsalarda ise sözleşme türü "fiyat" olarak adlandırılmıştır.

Bu sözleşmeler hariç, ayrıca diğer borsalarda "endeks" sözleşme türü ve sözleşmenin yerine getirildiği gün, ikincil işlemlerde GKO üzerinden gelir endeksi ile ilgili hesaplanmış futures sözleşmeler de mevcuttur.

Futures piyasa katılımcılarının herhangi bir sözleşme türüne olan ilgisi, spot piyasasında gelir hacmine ve güdülen amaca bağlı olarak sürekli değişim yönünde eğilim göstermiştir.

Rusya vadeli işlem piyasa gelişmesinin birinci aşamasını “Döviz futures piyasasını”, ikinci aşamasından “GKO üzerine yazılan futures piyasasından” ayıran

¹⁰² Chesnokov A.S., Investicionnaya Strategiya, Opcioni İ Futures’i, M: PAİMS, 1995, s:81

en gerçek ve en önemli noktası, piyasa katılımcıları arasında hedger'ların payı artmış¹⁰³ ve bizim görüşümüze göre, aşağıdaki nedenlere bağlıdır:

1. GKO fiyatlarındaki önemli ölçüde dalgalanmalar birçok yatırımcıları, özellikle büyük yatırımcıları, GKO-OFZ portföylerini sigortalamanın yollarını aramaya mecbur kılmıştır ve bunun gibi olanak, GKO üzerine yazılan futures işlemlerinin gerçekleşmesi yoluyla sunulmuştur;
2. Daha önceleri vadeli işlem piyasa enstrümanlarıyla birlikte işlemler gerçekleştirmeye hazır olmayan menkul kıymetler piyasası katılımcılarının profesyonel seviyesi artmıştır;
3. Sigorta amacını güden kişiler için çok önemli olan futures piyasasının elverişlilik, likidite ve güvenilirlik derecesi artmıştır;
4. Teklif edilen sözleşmelerin çok çeşitliliği, çeşitli amaçlarda faaliyet gösteren kişilerin kendi pozisyonlarını sigortalaması ve işlemlerini gerçekleştirmesi için olanak tanınmıştır.

3.1.3. Üçüncü Gelişme Aşaması (Hisse Senetler Üzerine Yazılan Futures Sözleşmeleri)

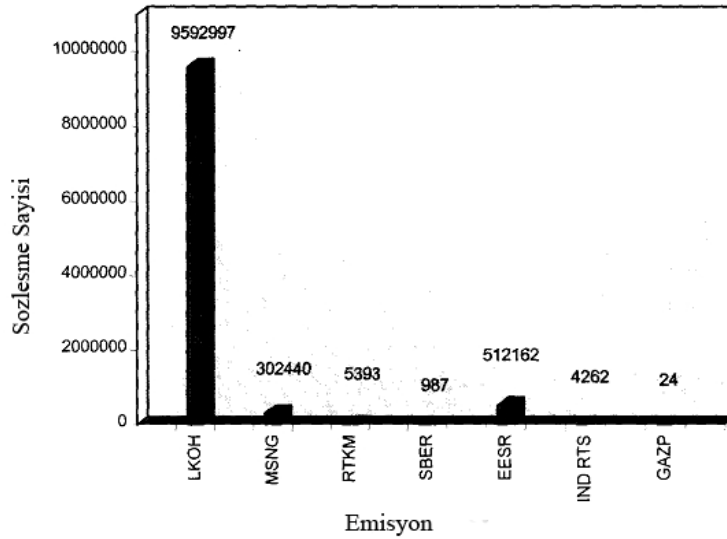
Rusya vadeli işlem piyasasının üçüncü gelişme aşaması, temelinde Rusya'nın özelleştirilmiş işletmelerin daha likit hisse senetleri yatan futures sözleşmelerinin ortaya çıkmasıyla kendini göstermeye başlamıştır.

Kurumsal menkul kıymetleri ile ilgili futures sözleşmelerinin ilk işlemleri ve ticareti, 9 Eylül 1996 yılı Rusya Borsasında gerçekleşmiş, dayanak varlık olarak da AO "MOSENERGO" hisse senetleri seçilmiştir.¹⁰⁴ Diğer büyük emisyonların hisse senetlerinin piyasaları ise: NK "LUKOIL", RAO "EES ROSSİYA", RAO "GAZPROM", ROSTELEKOM vb., ayrıca gelişmenin belirli bir derecesine ulaşmıştır (RTS sisteminde onların cari cirosu yüksek sayısal göstergelere sahipti; ayrıca onlar varlıkların likidite türü olmuş; RTS'daki ticarete belirlenen fiyatlar ise cari piyasa fiyatlarının göstergesi olarak birçok katılımcıları tatmin etmiştir) ve bu

¹⁰³ Burenin A.N., Rinok Cennih Bumag İ Proizvodnih Finansovih Instrumentov, M: Federalnaya Knigotorgovaya Kompaniya, 1998, s:45

¹⁰⁴ Kandinskaya O.A., Upravleniye Finansovimi Riskami: Poisk Optimalnoy Strategii, M: Konsaltbankir, 2000, s:122

hisse senetlerin türleri yeniden uygulanan futures sözleşmelerinin dayanak varlıkları olarak kullanmaya başlamıştır. Böylece Rusya Borsasında 1996 yılının sonuna doğru, futures sözleşmelerine göre dayanak varlık olarak, AO "MOSENERGO", NK "LUKOIL" ve ROSTELEKOM hisse senetleri kullanılmıştır. 1997 yılının sonuna doğru ise ticareti yapılan futures sözleşmelerinin çeşitleri, RAO "EES ROSSİYA", RAO "GAZPROM" ve SBERBANK hisse senetleri üzerine yazılan futures hesabından dolayı artmıştır. Rusya Borsasında yapılan sözleşme sayısına göre lider pozisyonlarına NK "LUKOIL" ve RAO "EES ROSSİYA" hisse senetleri üzerine yazılan futures'lar sahip olmuştur. Bunun sayısı, diğer emisyonların hisse senetleri üzerinden futures sözleşmelerinin sayısını onlarca kat daha fazla aşmıştır (Şekil 3.2).¹⁰⁵



Şekil 3.2: 1997 Yılında Rusya Borsasında Kurumsal Menkul Kıymetleri İle İlgili Futures Sözleşmelerinin Ticaret Hacmi

Hisse senetleri üzerinden futures ticareti başka borsa alanlarında da işlem görmüştür: 1997 Şubat ayından itibaren MCFB'da, 1997 yılının ikinci yarısından itibaren MMVB'da.

Hisse senetleri üzerinden futures sözleşmelerinin en belirgin özelliği, kendisinin teslim özelliğidir (belirli bir dayanak varlık sayısının teslimi, yerine getirme aylarının 15'ci gününde gerçekleştiriliyor olup, sözleşme derinliği ise 1 aydan 3 aya kadar

¹⁰⁵ 1997 yılının sonuçları raporu, M: RosBiznes Konsalting, 1999, s:56

olmuştur).¹⁰⁶ Hisse senetleri üzerinden futures'ların teslim özelliği, bizim görüşümüze göre, Rusya piyasasının yeni seviyeye kaliteli bir şekilde çıkmasıdır. Bu, ayrıca, yeni sözleşmelerin teslim özelliklerini önemli bir ölçüde karşılayan ilgi alanlarına sahip hedger'ların büyük bir rol oynamaya başlamasına neden olmuştur.

1996 yılının sonbaharında ortaya çıkarak, hisse senetleri üzerinden futures piyasası aktif bir şekilde gelişmeye başlamış ve 1997 yılı Ocak-Şubat aylarından itibaren hız almaya başlamıştır. Yaz aylarına doğru, işlem hacmi ve yapılan sözleşme sayısı, dayanak varlıklar piyasasındaki ciro ve fiyat artışına bağlı olarak önemli bir ölçüde büyüme göstermiştir. Bu da kendi çapında futures işlemler gelirlerini arttırmıştır. Buna, ayrıca GKO üzerinden futures piyasasındaki azalma ve düşüşler de neden olmuştur. Temmuz ayı 1997 yılında kurumsal hisse senetleri üzerinden futures, GKO üzerine yazılan futures'leri piyasadan kenara kaydırmış ve tamamen çıkartmıştır. Ve böylece, Rusya vadeli işlem piyasasının ana enstrümanı olmuştur.¹⁰⁷

Ekim ayı 1997 yılında Rusya'da gelişen menkul kıymetler krizi, kendi çapında dünya finansal krizin bir parçası olarak, hisse senetleri üzerinden yapılan futures sözleşmelerinin sayısının artışına neden olmuştur. Bu, Rusya hisse senetleri fiyatının spot piyasasında önemli bir ölçüde düşmesinden dolayı, ani fiyat düşmesinden kendi hisse senetlerini korumaya ve kendi pozisyonunu sigortalamaya çalışan katılımcılarda panik oluşmuştur. Ayrıca, bundan dolayı kaynaklanan kayıp ve zararları, vadeli piyasadaki işlemler aracılığıyla azaltmaya çalışmışlardır. Buna istinaden anlaşıyor ki, bu dönem içerisinde yapılan işlemlerin birçoğu hedger amaçları gütmektedir.

1997 yılının sonunda MCFB'da işlemlerin durdurulması, ayrıca hisse senetleri fiyatlarının ve volatilité ölçüsünün azalması, bu sözleşme türlerine göre yapılan ticaret hacimlerinin de azalmasına neden olmuştur. 1998 yılının ilkbaharında hisse senetleri üzerinden bazı futures ticaretinin tekrar canlanması için, spot piyasasındaki hisse senetlerin aktivitesi destek olurken, hisse senetlerin fiyatları önemli bir ölçüde dalgalanmalara maruz kalmıştır. Dolayısıyla, spekülâtif karların elde edilmesi artmış ve kolay olmuş, ayrıca bununla birlikte hedger etme ihtiyacı da artmıştır.

¹⁰⁶ Zaharov A.V. Kirichenko D.A., a.g.e., s:37

¹⁰⁷ Kandinskaya O.A., a.g.e., s:30

Ancak, 1998 yılının Mayıs-Haziran aylarındaki Rusya Borsasının krizi, özellikle 1998 yılının Ağustos aylarında gelişmeye ve artmaya başlayan finansal kriz, pratik olarak Rusya’da vadeli işlemler yapılan piyasayı yok etmiştir.¹⁰⁸

1998 yılının krizinden önce, Rusya organize piyasasının işlem gördüğü ve geçen zaman içerisinde, dayanak varlık türlerine sahip futures sözleşmelerini uygulamak için çabalar sarf edilmiştir: somut (Rusya Borsasında altın üzerinden futures ve alman markı üzerinden futures) ve soyut (MCFB’da MIBOR tarifi üzerinden futures, RTS-RB’da endeks üzerinden futures, MMVB’da MMVB menkul kıymetleri sekiyonunun endeksi üzerinden futures). Maalesef, bu çabalar başarısız olarak sonuçlanmış veya adı geçen sözleşmeler üzerinden yapılan cirolar çok düşük olmuştur. Bizim görüşümüze göre, bunun nedenleri aşağıdaki gibi açıklamak mümkündür:

1. Dayanak varlıkların spot piyasasının gelişmemişliğini, belirli bir ölçüde altın üzerinden futures veya alman markı üzerinden futures örneği olarak yetersiz cirolar gözlemlemek mümkündür;

2. Birçok piyasa katılımcılarının, dayanak varlıkların fiyat durumunu belirleme kaynağına olan güvenilirliğin olmaması veya gerçek piyasa durumunun dayanak varlık seviyesinin göstergelerinin yetersiz olması:

- MIBOR tarifesinin hesaplama metodu, piyasa katılımcılarının birçoğunu tatmin etmemiş ve onun hacmi bankalar arası kredi tahsis etme piyasasında tarifelerin cari dalgalanması yansıtmamıştır;
- MMVB’nın menkul kıymetleri sekiyon endeksi, Rusya menkul kıymetler piyasasındaki durumu yansıtan genel kabul görmüş endeks olmamış ve olamamıştır, çünkü bu amaç uğruna kendisinin cirosu yeterli değildir.¹⁰⁹

3. Son yıllarda Rusya’da gözlemlenen vadeli işlem piyasasında gerçekleşen işlemlerdeki hedgerların büyüme payı, görüldüğü gibi, bu piyasanın ana katılımcıları en başta spekülörler olmuştur. Onlar kendilerinin tüm dikkatini, temelinde somut

¹⁰⁸ Zaharov Aleksandr, Bazoviy Element Rinochnoy Ekonomiki, İzvestiya Gazetesi, 16 Nisan 2002, s:12

¹⁰⁹ Burenin A.N., Futures’niye, Forward’niye İ Opcionniye Rinki, M: Nauchno-Tekhnicheskoe Obshestvo İmeni Akademika S.İ. Vavilova, 2003, s:188

varlıkların olduğu basit ve likit sözleşmelerin ticaretine vermişlerdir. Bundan dolayı da, ticareti ve işlemleri çok zor ve karışık olan enstrümanlar veya daha karışık enstrümanların gelişimine fazla ilgi duymamışlar ve dikkat etmemişlerdir. Ayrıca, bunun gibi enstrümanların gelişimine hedger'lar da ilgi göstermemişlerdir. Çünkü menkul kıymetler endeksine dayalı ana modellere göre yatırımlar yapılan ve geniş bir alanda uygulanan Batıya nazaran farklı olarak, Rusya'da yatırım politikası değişik bir şekilde yapılmaktadır. Herhangi bir futures sözleşmelerinin türüyle işlem yapan hedger, dayanak varlıkların belirgin türünün spot piyasasında daha çok ve sık olarak operatör rolünü üstlenerek, kendi finansal kaynaklarının tamamını bu piyasaya odaklamıştır.

Rusya piyasasında gerekli gelişme gösteremeyen diğer bir vadeli enstrüman, opsiyondur. Ticareti yapılan borsa sözleşmelerinin türü olarak MCFB'da ve SPFB'da işlem görmüştür. Ancak, bunun ticareti fazla büyük gelişme göstermemiş ve opsiyonlar Rusya vadeli işlem piyasasında batı ülkelerindeki gibi gerekli yeri alamamış ve önem kazanamamıştır. Bizim görüşümüze göre, bunun nedenleri aşağıdaki gibidir:

1. Enstrüman kendi karışıklılığı: dayanak varlıklar olarak gerçek varlıklar türleri değil, futures sözleşmelerinin çeşitli türleri temsil etmiştir. Bundan dolayı, birçok piyasa katılımcıları onunla birlikte işlem yapmaya hazır değildi ve bu enstrümanın gelişiminde ilgili olmamıştır;
2. Borsanın kendisi için opsiyon ticaretinin organizasyon karışıklılığı olmuştur;
3. Vadeli işlemler yapılan Rusya piyasasının, vadeli işlemler yapılan sözleşmelerinden biriyle ticarete katılımcıların konsantrasyonu, burada, görüldüğü gibi, ABD doları üzerinden futures ve kurumsal hisse senetleri üzerinden futures ve GKO üzerinden futures olarak birbirlerinin yerine sırayla geçmiştir.

3.1.4. 1998 Yılındaki Kriz

Rusya futures piyasasının hızlı bir şekilde büyüme hızının kesilmesinin ilk nedeni Rusya Borsasındaki kriz olmuştur. 1 Haziran 1998 tarihinde borsa tüm sözleşmelerle ilgili ticareti durdurmuş, çünkü gerçek teminatsız ticaret yapan bir kaç kayıp eden katılımcılar kendi sorumluluklarını yerine getiremediler. Mevcut genel

teminat ve sigorta fonu kendi sorumluluklarını yerine getirmeye yeterli değildi. Resmi neden, 160 milyon Ruble hacminde teminat araçlarının harcanması olmuştur. İşin gerçeği, Rusya Borsasındaki kriz aynı nedenlerden dolayı gerçekleşmiş, MCFB'da 1994 yılında ve MTB'da 1996 yılında borsa yönetimi kendi yetkilerini kötüye kullanmıştır.¹¹⁰

- Borsa yönetimi kendi görev yetkilerini ticarete özel olarak katılmak ve sonuçlarını etkilemek için kullanmıştır. Buna istinaden, ticaret katılımcılarının hangi pozisyonunda olduğunu bilerek, piyasa hareketini, tahmin etmek mümkündür ve bunun sayesinde büyük kar elde edilebilir. Ayrıca doksan'lı yılların başında kurulan piyasanın normatif temeli futures ticareti ve ticaret süreçlerinin işlemleri ve kontrolünün hesabı arasında ayrılıklar olacağını ön görmemiştir. Gelişmiş ülkelerde, örneğin ABD'de borsa yönetiminin gizli bilgileri kötü amaçta kullandıkları için hukuksal sorumluluklar ön görülmüştür.

Finansal kanun ve mevzuatların eksikliği ve çelişkisi, Devlet Kurumlarının uygun görülmüş parasal – kredi politikasının olmaması, Devlet Kaynaklarının Mali sınırlılıkları, finansal piyasanın istikrarlılığı için Devlet olanaklarını tamamen kullanmaya imkân vermemektedir. Piyasanın spekülative özeliği taşıması ve bu piyasada gerçek ekonomi sektörünün işletme sayısının sınırlı olması, kendi kendini regüle etmek için imkanları sınırlandırmıştır.

Rusya döviz piyasasının spekülative özellik taşıması ve dengesinin yetersizliği, buna vadeli segman dahil olmak üzere, Rusya ekonomisinin istikrarsızlığına Ağustos ayı 1998 yılında neden olmuştur. İlk kriz günlerinde yabancı dövize olan talebin yoğun artışı, ABD doları kurunun rubleye karşı dalgalanmasının fiks sınırlar sisteminin bozulmasına neden olmuştur (“döviz koridoru”). Bu sınırlamalar, döviz piyasasının istikrarsızlığına kısa vadeli fiyatların oryantasyonu olarak finansal piyasanın bir çok katılımcılar tarafından kullandığından dolayı, ticari bankaların aktif ve pasif yapısının bozulmasına ve yabancı döviz olarak nominal varlıkların gerçek tarifelerinin ani değişmesine neden olmuştur. Ayrıca, dolar olarak ruble varlıkların

¹¹⁰ Selivanovskiy Anton, Dvizhenie Po Krugu: O Novom Reshenii Staroy Problemi Derivativov, Vestnik NAUFOR Dergisi, No 12, Aralık 2005, s:28

gelirlerinin önemli bir şekilde azalması, kısa vadeli ruble varlıkları olarak yatırım yapılan vatandaş olmayanların araçlarının toplu halde akımına neden olmuştur. Bu, Rusya finansal piyasasının tüm segmanlarının istikrarsızlığının daha da yoğunlaşmasına neden olmuştur.¹¹¹

Piyasa istikrarsızlığından kaynaklanan piyasanın ana enstrümanları ile ilgili faiz oranlarına, menkul kıymetlerin kotasına ve dünya dövizlerine karlı olan rublenin kur değişmesi piyasa katılımcılarının beklentilerinden önemli ölçüde aşmıştır. Bunun sonucu olarak vadeli piyasanın borsa dışı katılımcılarının rezerve fonu ve borsa piyasasının katılımcıları tarafından eklenen varyasyon marjı, bu değişikliklerle ilgili kayıpların karşılanmasına imkân tanımamaktadır.

En büyük kayıplarla yabancı döviz tedariki ile ilgili sözleşme yapan piyasa katılımcıları karşılaşmıştır. Bu, dünya döviz kurunun, özellikle, ABD dolarının rubleye karşı büyük oranda kurlarının büyümesine bağlıdır. Böylece ABD dolarının rubleye karşı resmi kuru, 17 Ağustos'a nazaran 1998 yılı Eylül sonunda % 155'e kadar artmış, 1998 yılı Aralık ayının sonunda ise % 228'e kadar artmıştır. Ayrıca, RTS endeksinin azalması, 17 Ağustos'a nazaran 1998 yılı Eylül ayı sonunda en az % 60 olmuş, Aralık ayı sonunda ise % 47 olmuştur.¹¹²

Vadeli işlemler yapılan piyasa katılımcılarının kayıplarını azaltmak için piyasa dışı çabaların yapılmasını mecbur kılmaktadır. Özellikle, vadeli sözleşmeler ile ilgili işlemler yapan MMVB ve MCFB, büyük Rusya borsaları, vadeli sekiyonlardaki işlemleri durdurmuştur. Daha önce akdedilen sözleşmeler, 14 Ağustos kotalarına yakın olan özel fiyatlara göre gerçekleşmiştir.

Borsa dışı piyasasının birçok katılımcıları, vadeli sözleşmeler ile ilgili kendi sorumluluklarını yerine getirmekten vazgeçmeye mecburdu. Rusya finansal hukuk yetersizliği, tedariksiz vadeli işlemlerin hukuksal ve mahkeme aracılığıyla korunmasına imkân vermemiştir. Rusya arbitraj uygulamasına göre, bunun gibi işlemler, mahkeme aracılığıyla hukuksal olarak değerlendirilmesine tabi olmayan

¹¹¹ Galanov V.A., Proizvodniye Instrumenti Srochnogo Rinka: Futures'i, Opcioni, Svopi, M: Finansı İ Statistika, 2002, s:231

¹¹² Rusya Federasyonu Merkez Bankasının resmi web sitesinin verileri www.cbr.ru (10.07.2007) ve Menkul Kıymetler Borsası «RTS» www.rts.ru (10.07.2007)

‘pari’ (bahis) işlemleriyle aynıdır.¹¹³ İşbu işlemlerin tartışmalı hukuksal statüsü, yabancı döviz üzerinden vadeli sözleşmeler yapan satıcılar için, kendi sorumluluklarından tamamen vazgeçmekle tehdit ederek, özel şartlarda bu sözleşmelere göre kendi sorumluluklarını mahkeme dışı düzenlemeye karşı taraflarını mecbur etme olanağını vermiştir.

Sonuçta, eğer vadeli işlemler yapılan borsa piyasasının katılımcıları sınırlı kayıplara uğradıysa, bu durumda oransal olarak kayıp derecesi tüm piyasa katılımcılar için aynıdır, tezgahüstü piyasa segmanlarında ortalama kayıp derecesi önemli ölçüde çok yüksekti, bu durumda farklı katılımcıların kayıpları ise anlamlı bir şekilde birbirinden farklıydı. Ajanların kayıplarını yumuşatmak için herhangi bir çaba sarf etmeden, piyasa katılımcılarını birçoğu kendi sorumluluklarını yerine getirmekten vazgeçmiştir. Bu, tezgahüstü vadeli işlem piyasasına karşı güvenilirliğin azalmasına neden olmuştur.

Borsa piyasası tarafından fonksiyonları yerine getirilmesi ise mümkün olmamıştır. Birincisi, çünkü işlem yapmanın en gerekli şartlarının biri – teminat sağlanması ve mevcudiyeti – bozulmuştur. Bunun büyük kısmı GKO şeklindeki piyasa katılımcıları tarafından yapılmıştır (Rusya Federasyonu Hükümetinin ve Rusya Federasyonu Merkez Bankasının Kararlarında 17 Ağustos 1998 tarihinde GKO-OFZ piyasasındaki işlemleri belirli bir süre için durdurulması ön görülmüştür. Bu, piyasa katılımcılarının iradesinden ani, beklenmeyen, tahmin edilemeyen ve bağımsız olarak, parasal değerlendirme imkânları olmadığından dolayı teminat sağlanması ile ilgili konunun kullanım fırsatlarını durdurmaya neden olmuştur).¹¹⁴ MMVB piyasasında hesapların yapılmasını sağlayan seviyede 27 Ağustosta onaylanan garanti sisteminin yeni parametreleri dikkate alınarak, MMVB piyasasının (14 Ağustos ticari iş günü sonundaki durumlara göre pozisyon esasında) üyelerinin net sorumlulukları hesaplanmıştır. Borsa yönetimi, teminat olarak GKO’yu kullanımdan çıkarmak ve vazgeçmek için karar almış ve teminat sağlamanın tüm

¹¹³ Rusya Federasyonu Üst Arbitraj Mahkemesinin 08.06.1999 tarihli ve 5347/98 sayılı Kararı

¹¹⁴ Rusya Federasyonu Merkez Bankasının Senelik Raporu, 1999, s:40

piyasa katılımcıları için sadece ruble olarak şekillendirilmesini belirlemiştir (marjın mutabakatı ve garanti ödeneği).¹¹⁵

3.1.5. Dördüncü Gelişme Aşaması (Rusya Vadeli İşlem Piyasasının Tekrar Canlandırılması)

1998 yılı finansal krizden sonra Rusya vadeli işlem piyasasının tekrar canlandırılması Rusya vadeli işlem piyasası gelişiminin dördüncü aşamasıdır. Bu aşamanın en belirgin özeliği ise, vadeli sözleşmeler ile ilgili fiyat ve kredi risklerinin azalmasına odaklanan teknolojinin geliştirilmesi ve uygulanmasıdır. Güvenilirliğin sarsılması, kendi sorumluluklarını taraflarca yerine getirilmesi ve işlemlerin yapılması için giderlerin artması garantisini odaklanan vadeli ticaretin yeni metotlarının, özellikle borsanın gelişmesine neden olmuştur. Özellikle birkaç borsalarda, katılımcıların açık döviz pozisyonlarına göre risklerinin artışı durumunda yükselen rezerve depozito için diferensiyal hesap normatifleri uygulanmıştır.

1999 yılı ortasında vadeli işlemler yapılan piyasa tekrar canlanmaya başlamıştır. Piyasanın tekrar canlanması modern, organizasyon, teknik ve hukuksal yapıyla birlikte devam etmiştir. Vadeli işlemleri düzenleyen Rusya finansal kanun ve mevzuatlar geliştirilmiş ve iyileştirilmiştir (24.09.1999 tarihli ve 89-P sayılı Merkez Bankasının “Piyasa riskleri ölçüsünde kredi kurumlarının hesap düzenlemesi” ile ilgili Kararı, 18.09.2000 tarihli ve 03–12–53837 sayılı Moskova genelinde vergi dairesi başkanlığının “gerçek varlıklı metal tedariki ile birlikte forward sözleşmesine göre giderlere bağlı banka kar vergilerinin azalması” ile ilgili yazısı ve diğer resmi normatif tutanaklar).

Piyasanın tekrar canlanması, ticari alanların yapı değişikliğiyle birlikte devam etmiştir. Piyasanın büyük katılımcıları daha fazla eylemsizlik özelliğine sahip ve büyük Moskova borsaları 2000 yılı sonuna kadar vadeli sözleşmelerle işlemleri yenilememişlerdir. Vadeli Piyasanın tekrar canlanması, bölgesel ticari alanlardan başlamıştır: “San-Petersburg” Menkul Kıymetler Borsası ve “Ekaterenburg” Menkul

¹¹⁵ MMVB, Senelik Raporu, 1999, s:31

Kıymetler Borsası. 2000 yılının birinci çeyreğinde bu iki borsanın payları Rusya vadeli işlemler yapılan borsa piyasasının toplam cirosundaki payları %95'tir.¹¹⁶

Rusya ve dünya finans piyasasının konjonktürü arasındaki ilişkilerin güçsüzleşmesi ve kur beklentilerinin belirsizliği şartlarında vadeli döviz sözleşmelerinin rolü sınırlandırılmıştır. Piyasanın ana enstrümanı olarak kurumsal menkul kıymetlerin sözleşmeleri olmuştur. 1999–2000 yılları arasında Rusya vadeli piyasanın diğer belirgin özeliği ise, işlemlerin düşük (kısa) vadeli olmasıdır. Piyasanın en az bir ay süreli sözleşmeler baskın olmuştur, üç aydan fazla süreli sözleşmeler ise işleme konulmamıştır. Piyasanın olağan üstü kısa vadeli sözleşmelerin baskın olması, işbu dönem içerisinde piyasanın spekülatif özelliğinin korunması söz konusudur.

Bu dönemin piyasa cirosu karşılaştırmalı olarak büyük değildi (en fazla 2 milyar ruble 1999 yılında ve en fazla 20 milyar ruble 2000 yılında olmuş, bu 1998 yılındaki piyasanın aylık cirosuyla karşılaştırılmıştır). Piyasada sınırlı katılımcı sayısı mevcuttu, buna istinaden birçok sözleşmeye göre yüksek likidite riski ve vadeli kotaların istikrarsızlığı oluşmuştur. Piyasadaki işlem gören enstrümanların kapsam alanı dardı, piyasa diversifikasyonu oldukça düşüktü (RAO “EES ROSSİYA” hisse senetleri için futures sözleşmeleri tek enstrüman olarak piyasa toplam cirosunun %80'ne kadar).

Dayanak varlık piyasasının tekrar canlanması ile ilgili işlemler ve vadeli döviz piyasası segmanları gün geçtikçe gelişmiştir. Bu, sadece piyasa cirosunun büyümesinde değil ayrıca piyasa katılımcılarının sayısal olarak genişlemesinde, yeni sözleşmelerin işleme konulmasında, ticareti yapılan enstrümanların ortalama vadelerinin büyümesinde ve kotaların istikrarlılığında kendini göstermiştir. Sayısal olarak değişimlerin sürekli artması, vadeli işlemler yapılan piyasanın kaliteli dönüşümüne neden olmuştur. 2000 yılının sonuna doğru MMVB'nın standart sözleşmeler seksiyonundaki işlemler tekrar yenilenmiş ve SPVB'da futures sözleşmelerinin ticareti başlamıştır. 2001 yılında ise SPFB'da ve “Rusya ticari sistem” menkul kıymetler borsasında FORTS (“RTS için futures ve opsiyonlar”)

¹¹⁶ «Finansal piyasanın genel raporu: I.çeyrek, 2000 yılı», M.: Rusya Federasyonu Merkez Bankası, 2000

vadeli sözleşmeler için ortak ticari sistem oluşturulmuştur. Bu sistem oluşturulurken ticaret organizasyon teknolojisi, programlama ve SPFB'nın potansiyel kadrosu kullanılmıştır. Kliring merkezi ve ticaret organizasyonu olarak RTS olmuştur.

Moskova'nın yeni ticari alanları, rekabet gücü olan birçok öncelik ve özelliklere sahip olmuştur. Bunlara, geniş müşteri bazı (FORTS – iki borsanın konsolide edilmiş müşteri bazı), işlemlerin gerçekleşmesi için masrafların düşük seviyesi, işlenmiş hesap ve ticari teknolojiler girer. 2001 yılının sonuna doğru vadeli sözleşme piyasasında MMVB ve FORTS baskın olmuş, SPVB, EFB ve diğer bölgesel borsaların cirosu oldukça düşük olmuştur.

3.1.6. Beşinci Gelişme Aşaması (Rusya Vadeli İşlem Piyasasının Gelişme Eğiliminin Dünya Piyasasının Gelişme Eğilimiyle Yakınlaşması)

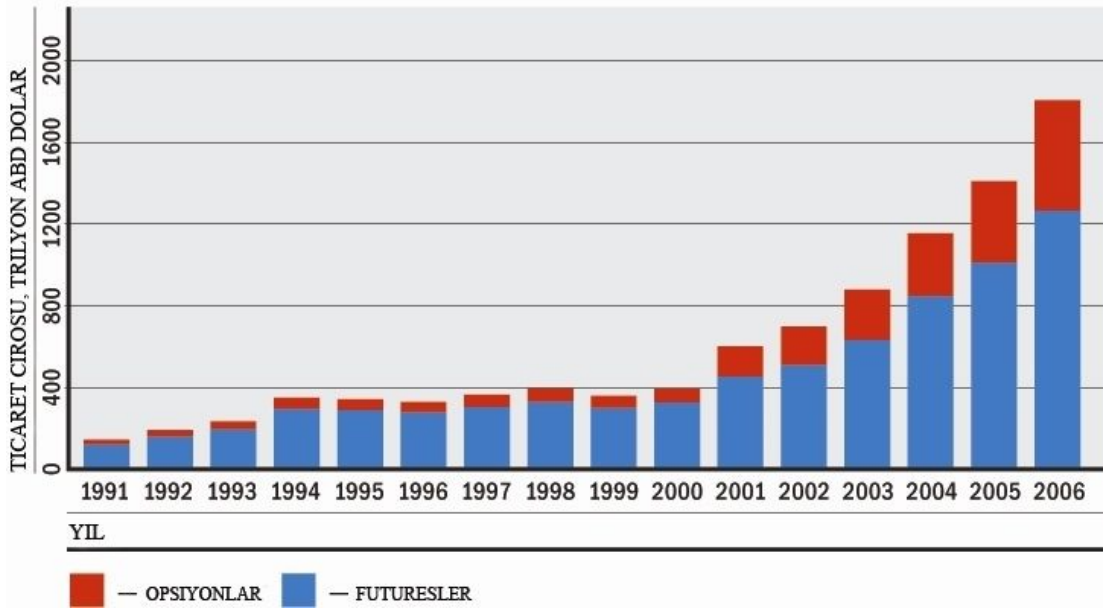
Vadeli işlem piyasa katılımcılarının para akımının MMVB ve FORTS piyasalarına geçmesi, vadeli işlem piyasanın tezgahüstü segman cirosunun artarak tekrar canlandırılmasıyla birlikte, Rusya vadeli işlem piyasa gelişimin beşinci aşamasına geçişi olarak değerlendirilebilir. Bu aşamanın karakteristik özellikleri, vadeli işlem piyasasındaki hedger ve arbitrajcıların artan rolü, piyasanın fiyat karakteristiklerinin istikrarlılığı ve modern gelişme aşamasında Rusya vadeli işlem piyasasının gelişme temposunun dünya vadeli işlem yapılan piyasasının gelişme temposuyla yakınlaşmasıdır.

3.2. Rusya Vadeli İşlem Piyasasının Eğilim ve Perspektifleri

Vadeli işlem borsaları dünyada finansal aktivite ve birçok varlıkların fiyatlandırma merkezleri, ayrıca milyonları bulan riskleri sigortalamaya izin veren mekanizması olmaktadır. En büyük vadeli işlem borsa katılımcılar tarafından aktarılan günlük toplam risk tutarları milyar ABD dolarına ulaşmaktadır, toplam piyasa cirosu ise son yıllarda hızlanan büyüme tempoları göstermektedir.

3.2.1. Dünya Organize Vadeli İşlem Piyasası

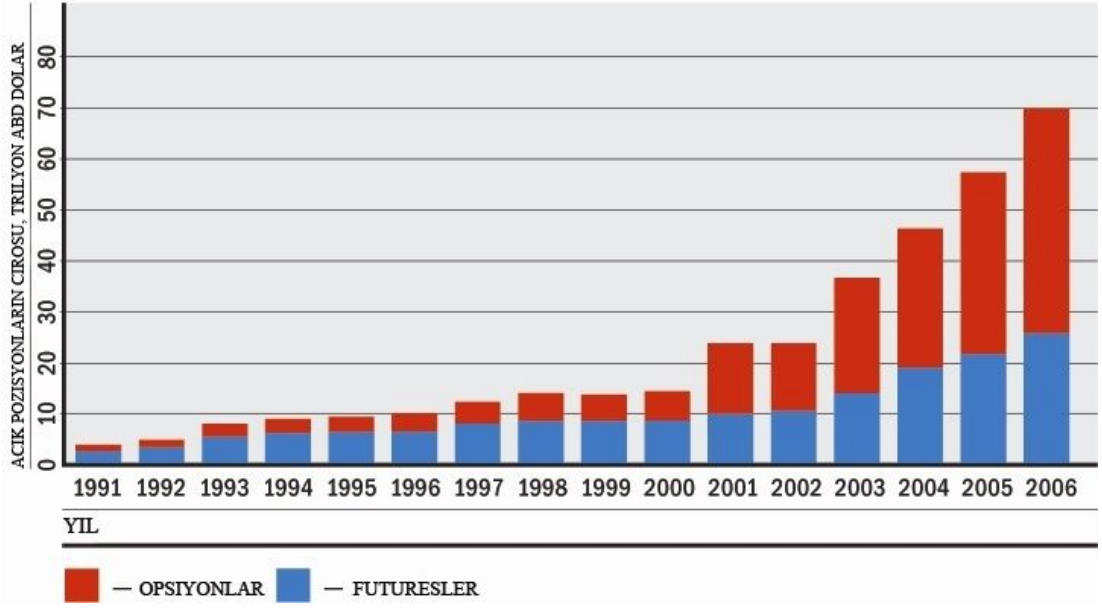
2006 yılı sonuçlarına göre organize borsalar ticareti toplam cirosu sadece finansal vadeli sözleşmelerde rekor noktaya ulaşmış ve 1809,5 trilyon ABD dolar olmuştur. Bu ise 2005 yılın aynı göstergelerini %28,5'e geçmektedir (Şekil 3.3)¹¹⁷. Açık pozisyonların toplam cirosu yılsonunda aynı şekilde organize piyasa gelişmesindeki azami noktasına ulaşmış ve 70,5 trilyon ABD dolar olmuştur. Bu ise 2005 yılın aynı göstergelerine nazaran %22 artış göstermektedir (Şekil 3.4)¹¹⁸.



Şekil 3.3: Dünya Organize Vadeli İşlem Piyasasının İşlem Hacmi

¹¹⁷ Gankin G., Solovyev P., Tendencii I Perspektivy Razvitiya Rinka Derivativot, Rynok Cennyh Bumag Dergisi, No:7 (45), 2007, s:6

¹¹⁸ Gankin G., Solovyev P., a.g.e., s:7



Şekil 3.4: Dünya Organize Vadeli İşlem Piyasasının Açık Pozisyonlar Hacmi

Toplam olarak dünya piyasasında son 15 yılda organize borsalarda işlem gören vadeli sözleşmeler ticaret cirosu yaklaşık 13 kat, açık pozisyonlar ise yaklaşık 20 kat büyümüştür. Ayrıca sözü geçen göstergelerde sadece son 5 yılda 3 katlı bir büyüme gözlemlenmekteydi.

Piyasa enstrüman yapısı bakış açısından futures sözleşmeleri opsiyonlara göre ciroya ait daha yüksek mutlak göstergeler göstermektedir (Şekil 1). Fakat organize borsalar toplam cirosundaki futures sözleşmelerinin payı 2006 yılı sonuçlarına göre %69,8 oranındadır (örneğin, kıyas etmek için 2000 yılında işbu gösterge %82,7 idi). Açık pozisyonların hacmi oranında da benzer bir durum: adı geçen göstergenin payı ve mutlak rakamı opsiyonlar üzerinde futures segmanına göre daha yüksek bir tempoda büyümüş (Şekil 3.4) ve 2006 yılın sonunda %63,5'e ulaşmıştır. Bu eğilimler enstrümanların doğasıyla koşullanmaktadır: futures sözleşmeleri daha basit enstrümanlar olarak sayılmakta ve çoğu zaman spekülasyon stratejilerinde kullanılmaktadır. Bu ise toplam likiditenin büyümesine yol açmaktadır. Opsiyon sözleşmeleri ise uzun vadeli riskten korunma mekanizmasını kurma imkânları vermektedir. Aynı zamanda borsalar tarafından son yıllarda aktif bir şekilde opsiyon likidite sürme ve artırma teknolojilerinin gelişmesi gözlenmektedir. Bu ise 2000

yılından itibaren opsiyon piyasası nicel göstergelerinin artmasını meydana getirmiştir.

Finansal vadeli işlemlerin dayanak varlıklar açısından istatistik dağılımı mutlak liderliği (değer itibarıyla) faize dayalı sözleşmeler göstermekte ve toplam ciro ve açık pozisyonlarının yaklaşık %90'ını oluşturmaktadır. Bu grup içinde işaret edilen göstergeler kendi aralarında kısa vadeli faiz oranlarına ve uzun vadeli faiz oranlarına dayalı türevlere yaklaşık 4:1 oranda ayrılmaktadır. Ayrıca en yüksek büyüme tempolarına endekse dayalı futures ve opsiyon segmanları sahiptir.

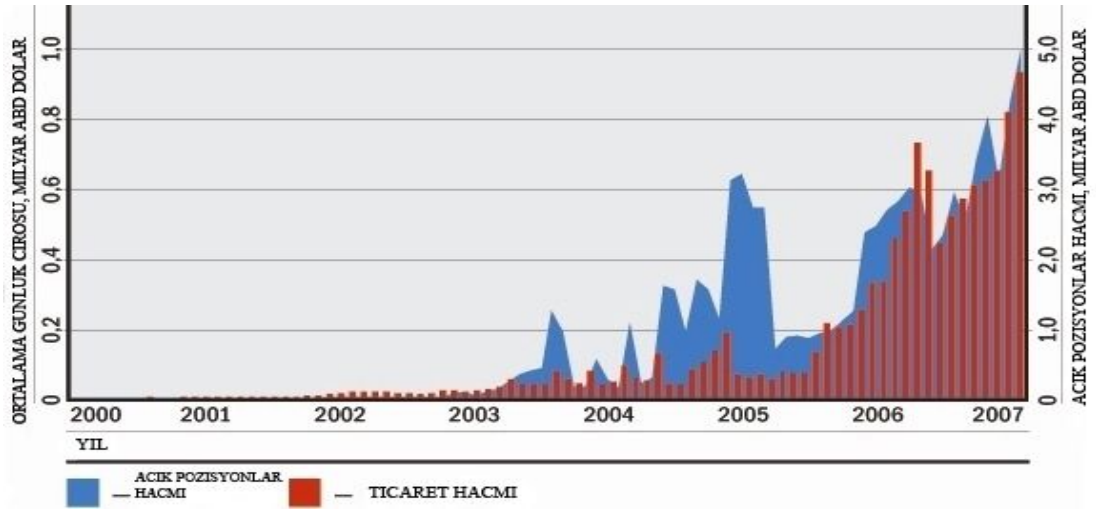
Bölgesel açıdan şimdilik lider konumundaki iki tane vadeli işlem piyasasını ayırabiliriz: Kuzey Amerika ve Avrupa, bu piyasaların toplam organize vadeli işlem piyasalar cirosu içindeki payı %59 ve %32 oranındadır. Benzer proporsion açık pozisyon cirosuna da aittir. Rusya ve diğer gelişmekte olan piyasalardan bahsedecek olursak, uluslararası istatistiğe göre bu piyasalara toplam cirosunun sadece yaklaşık %1 payı düşmektedir.

3.2.2. Rusya Organize Vadeli İşlem Piyasası

Rusya vadeli işlem piyasasının doğup filizlenmesi 1992 yılı sonunda MTB'da (Moskova Mal Borsası) döviz üzerine yazılan futures sözleşmelerinin (dayanak varlık – ABD doları) ticaretinden başlamıştır. Rusya finansal piyasalarındaki spekülasyon ruh hali bu piyasa cirosunun coşkun bir yükseliş göstermesini sağlamıştır. Ticaret aktivite bakış açısından, giderek birbirlerinin yerini tutan dolaşıma yeni sözleşmeler sokulmuştur. 1990'lı yılların başında en büyük cirolara döviz üzerine yazılan futures sözleşmeleri sahip iken 1990'lı yılların ortasında ise ticaret aktivite devlet menkul kıymetler üzerine yazılan futures sözleşmelerine geçmiştir. 1990 yılların ikinci yarısında ise giderek menkul kıymetlere dayalı vadeli sözleşmeler (hisse senetler üzerine yazılan futures) ticareti hız kazanmaya başlamıştır. Adı geçen dönemde bugün piyasada işlem gören tüm sözleşme grupları bulunmuştur: döviz, hisse senetler, endeks (MMVB borsasında – MMVB endeksi, MTB borsasında - Dow Jones Industrial Average), devlet tahviller ve para piyasasının kısa vadeli faiz oranı üzerine yazılan sözleşmeler. Ayrıca dünyada yaygın olarak kullanılan futures'e dayalı opsiyon sözleşmeleri (MMVB ve MCFB), şu an Rusya

vadeli işlem piyasasında adı geçen sözleşmeler işlem görmemektedir. 1998 yılı Rusya finansal krizi pratik olarak Rusya’da vadeli işlem piyasasını yok etmiştir.

Aslına bakılırsa piyasanın yeniden dirilişi, 2000 yılı ikinci yarısından itibaren meydana gelen Rusya finansal piyasasındaki toplam canlanmayla başlamıştır. Şimdi ise Rusya’da organize vadeli işlem piyasası finansal piyasasının en hızlı gelişen segmanlarından biri olmaktadır. 2001 yılından 2006 yılına kadar pratik olarak ticaret hacminin 180 katlık bir büyümesi gözlenmiştir (Şekil 3.5, Tablo 3.2).



Şekil 3.5: Rusya Organize Vadeli İşlem Piyasası: Dünya Eğilimini İzleyerek

Tablo 3.2: 2001–2006 Yılları Arasındaki Rusya Organize Vadeli İşlem Piyasasının Yapısı (Borsalara göre)

Borsa adı	İşlem sayısı	Ticaret cirosu (bin sözleşme)	Ticaret cirosu (milyon ruble)	Açık pozisyon (bin sözleşme)	Açık pozisyon (milyon ruble)
2001 yılı	-	-	19650	-	-
SP	-	-	30	-	-
MMVB	-	161,54	4 740	-	-
RTS	53 108	2013,61	7 800	-	514
SPVB	3 149	55,22	550	-	-
Futures Borsası	-	-	6 530	-	-
2002 yılı	-	-	119 000	-	-
SP	-	-	-	-	-
MMVB	-	25 438,31	13 310	-	-
RTS	550 000	22060	94870	-	-
SPVB	726	189,70	6 154,40	-	1 932
Futures Borsası	-	-	-	-	-
2003 yılı	-	-	300 000	-	-
SP	28 446	201,3	4 245	-	-
MMVB	-	-	3 510	-	-
RTS	901 005	33 762,81	214 038	338,76	2 335,68
SPVB	-	-	71 170	-	59 624
Futures Borsası	-	-	-	-	-
2004 yılı	1 562 112	43 855	602 640	1 577	168 113
SP	29 734	86	11 153	-	-
MMVB	382	462	13 073	139	3 849
RTS	1 529 631	42 648	339 099	993	8 180
SPVB	373	575	236 286	445	156 058
Futures Borsası	1992	84	3 030	1	27
2005 yılı	1 918 780	60 773,54	907 303,83	2 591,89	67 682,12
SP	16 766	391,34	19 952,00	0,19	6,50
MMVB	921	6 533,85	186 792,39	1 963,76	56 637,28
RTS	1 899 871	53 275,13	687 058,20	613,11	10 572,62
SPVB	125	499,08	12 790,00	14,81	465,48
Futures Borsası	1 097	74,14	711,23	0,02	0,24
2006 yılı	-	-	3 626 000	-	-
SP	8 981	374,89	10 278	-	-
MMVB	-	-	894 290	-	-
RTS	5 021 632	89 648,30	2 708 535	2 240,84	64 582,41
SPVB	-	-	12 897	-	-

Kaynak: 1) Efimchuk Ilya, Sviridenko Konstantin, Rossiyskiy Rinok Derivatvov: Blagodatniy 2005 İ Mnogoobeshayushie Perspektivi Na 2006 God, Rinok Cennih Bumag Dergisi, No 7 (310), 2006, s:29, 2) Merkuryev Petr, Godovoy Obzor

Rossiyskogo Rinka Derivativot Za 2004 God, Derex Dergisi, Nisan 2005, s:18, 3) MMVB Senelik Raporu, 2001-2006, 4) RTS Senelik Raporu, 2004-2006, 5) Rusya Federasyonu Merkez Bankasının Senelik Raporu, 2001–2006, 6) SPFB Senelik Raporu, 2003-2006, 7) SPVB Senelik Raporu, 2001-2005

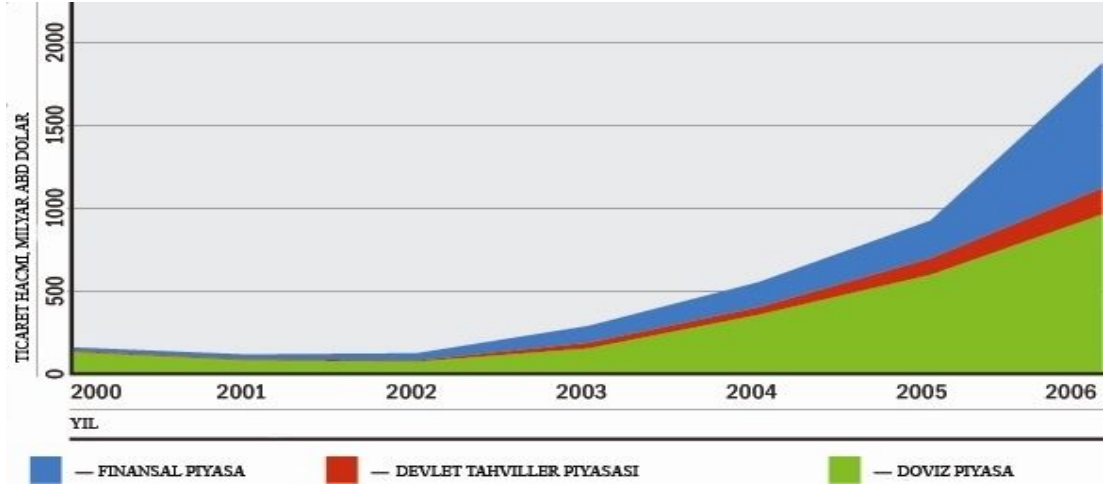
Tablo 3.3: 2001–2006 Yılları Arasında Futures Ve Opsiyon Sözleşmelerine göre Piyasa Cirounun Dinamiği (milyon ruble)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Futures Sözleşmeleri	19 550	117 600	212 400	350 737	772 115	3 299 660
Yüzde olarak	%99,5	%99	%70,8	%58,2	%85,1	%91
Opsiyon Sözleşmeleri	100	1 400	87 600	251 903	135 188	326 340
Yüzde olarak	%0,5	%1	%29,2	%41,8	%14,9	%9
Organize Vadeli Piyasasının Toplam Cirousu	19 650	119 000	300 000	602 640	907 303	3 626 000
Yüzde olarak	%100	%100	%100	%100	%100	%100

Kaynak: Tablo 3.2de adı geçen kaynakları kullanarak hesaplanmıştır

Vadeli işlem piyasasının olumlu dinamiğinin etkenlerinden biri, dünya eğilimini izlemesi haricinde, dayanak varlıklar spot piyasasının hızlı büyümesi olmaktadır. Böylece benzer dönem içerisinde dayanak varlıklar spot piyasasının nicel göstergeleri sadece MMVB piyasasında yaklaşık 15 kat büyümüştür (Şekil 3.6)¹¹⁹.

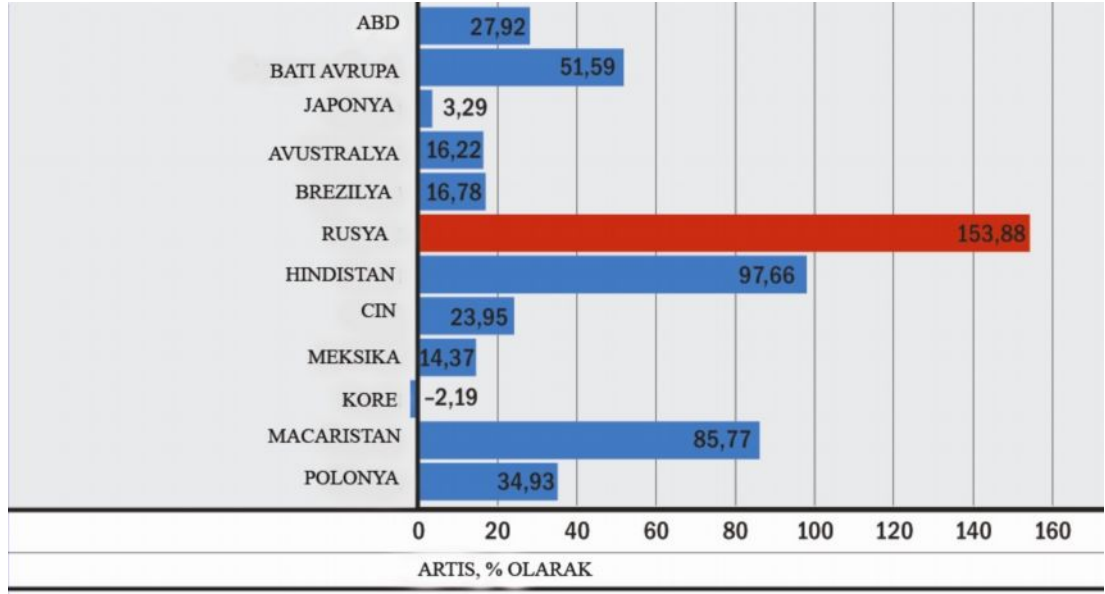
¹¹⁹ MMVB Borsasının Senelik Raporu, 2006



Şekil 3.6: MMVB Borsasındaki Dayanak Varlıkların Dinamiği

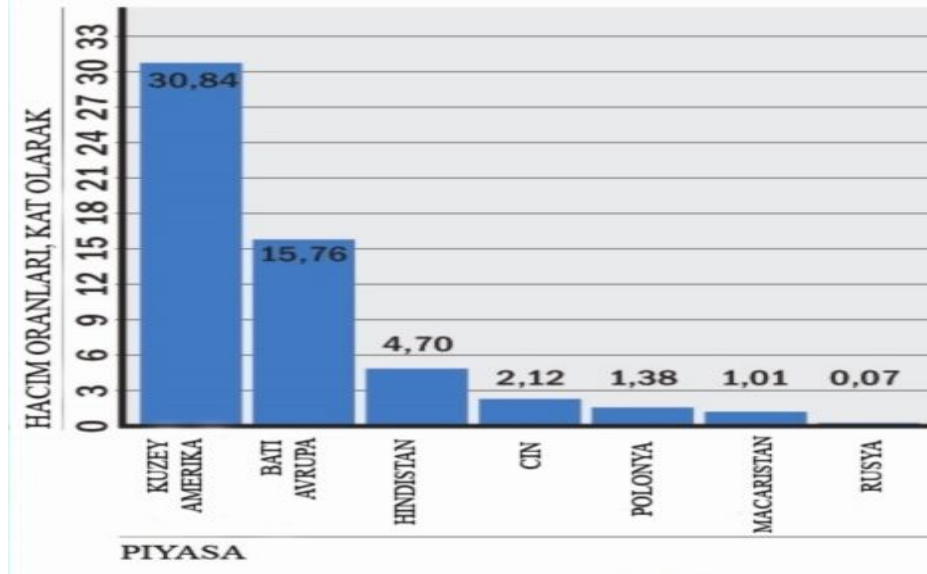
Yabancı piyasaların cari gelişme dinamiğiyle karşılaştırsak ortada Rusya vadeli işlem piyasasının büyüme tempolarının esaslı artışı görünmektedir. Bunların içinde sadece Doğu Avrupa gelişen piyasaları değil – Rusya’nın en yakın komşuları, ayrıca gelişmiş olan vadeli işlem piyasaları – Kuzey Amerika ve Batı Avrupa, bir de ekonomi gelişmesi bakış açısından Rusya’ya yakın olan BRIC ülkeleri (Şekil 3.7)¹²⁰. Bizim görüşümüze göre böyle bir aşma besbelli, çünkü aslına bakılırsa Rusya vadeli işlem piyasası gelişmesini yeni başlamaktadır. Böyle olmakla beraber adı geçen dinamik Rusya vadeli işlem piyasasının “büyüme rezervi” (yani potansiyelini) göstermektedir.

¹²⁰ Gankin G., Solovyev P., a.g.e., s:8



Şekil 3.7: Organize Vadeli İşlem Piyasalar Ticaret Cirosunun Ortalama Yıllık Artışı (2004–2006)

Rusya organize vadeli işlem piyasa gelişme potansiyeli ayrıca şöyle makro ekonomik oranları nitelemektedir: vadeli işlemler ve dayanak varlık (spot) piyasaların hacim oranı, GSYİH ve vadeli işlem piyasa hacim oranı. İki durumda da Rusya vadeli piyasasının diğer piyasalara göre ciddi geri kalması gözlemlenmektedir. Sadece gelişmiş piyasalardan değil ayrıca gelişmekte olan BRIC ülkeler ve Doğu Avrupa piyasalarından (Doğu Avrupa'nın en çok gelişen piyasaları nicel göstergelerde Rusya piyasasından geri kalmasına rağmen) (Şekil 3.8).



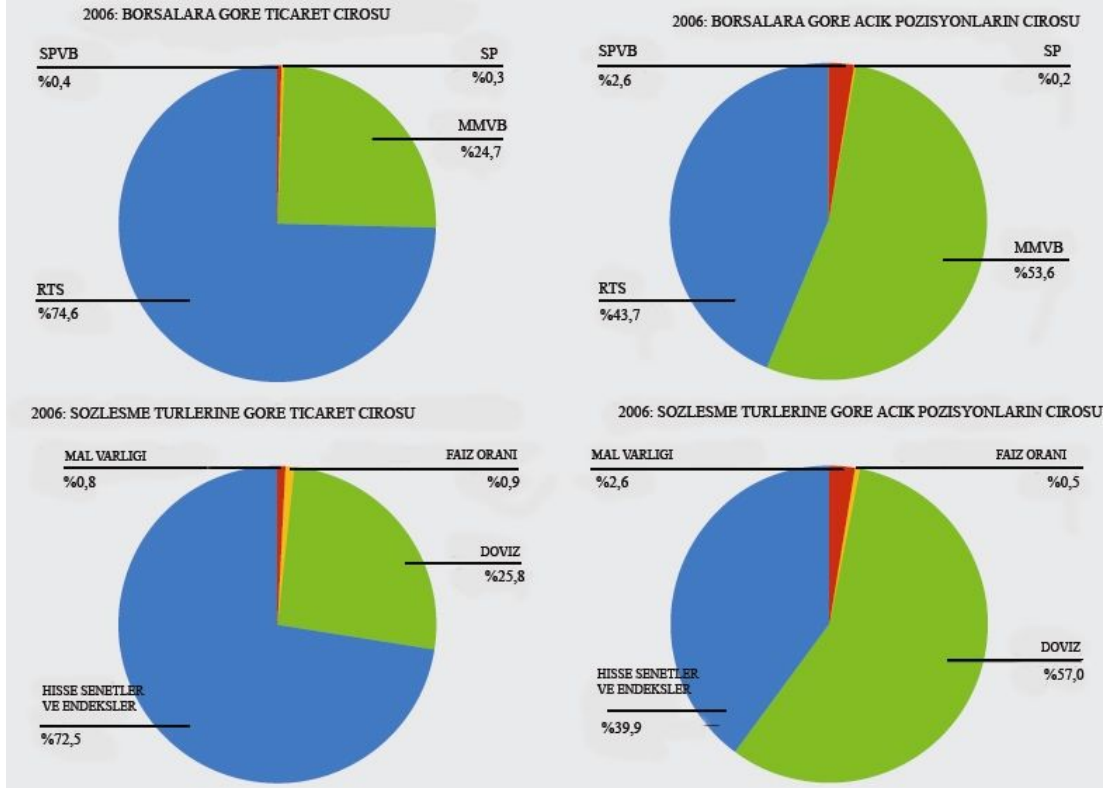
Şekil 3.8: Organize Vadeli İşlem ve Spot Piyasaların Hacim Oranları

Rusya vadeli işlem piyasa yapısı içinde önde giden iki segmana ayrılmaktadır: menkul kıymet ve döviz üzerine yazılan sözleşmeler – ve önde gelen iki borsa: RTS ve MMVB (Şekil 3.9)¹²¹.

Dayanak varlıklar çeşitlerine göre ciro ve açık pozisyonların dağılımı mantıklı gözlenmektedir. Menkul kıymetler döviz sözleşmelerine göre daha büyük volatiliteye sahip olarak spekülörlerin daha fazla ilgisini çekmektedir. Döviz dayalı vadeli sözleşmeler ise öncelikle riskten korunular tarafından kullanılmaktadır. Mal ve faiz üzerine yazılan sözleşmeler Rusya vadeli piyasasında nispeten yeni olmakta ve şu ana kadar toplam piyasa yapısında gereken yeri alamamaktadır.

Rusya vadeli işlem piyasa segmanlarını ayrıntılı olarak gözden geçirirken ilk önce menkul kıymetler üzerine yazılan vadeli sözleşmelere (hisse senedi ve endekslere dayalı futures ve opsiyon sözleşmeleri) dikkatimizi çekmemiz gerekmektedir. Şu anda adı geçen segmanın ticaret aktivitesi RTS menkul kıymetler borsası üzerinde yoğunlaşmıştır. 29 Eylül 2007 tarihinden itibaren MMVB piyasasında da menkul kıymetlere dayalı sözleşmelerin işlem görmesi planlanmaktadır.

¹²¹ Efimchuk İlya, Rossiysiy Rinok Derivativot: İtogi 2006 Goda, Derex Dergisi, Mart 2007, s:18



Şekil 3.9: Rusya Organize Vadeli İşlem Piyasası 2006 Yılı Sonuçları

2006 yılı menkul kıymetler üzerine yazılan sözleşmeler arasında RTS endekse dayalı futures sözleşmesi lider konumuna gelmiştir. RTS borsa ticaret hacmi toplamında adı geçen enstrüman %25 paya sahip ve gitgide ilerleyici büyüme göstermektedir. 2006 yılında RTS borsasında menkul kıymetler üzerine yazılan futures ve opsiyon sözleşmeler ticaretinin toplam hacmi ise yaklaşık 2700 milyar rubleyi oluşturmuştur. Aynı zamanda bu gösterge MMVB borsasındaki hisse senetler ticaret hacminden 5,5 kat daha düşüktür. Bu ise yukarıda söylenmiş olduğu gibi dünyada meydana gelen oranlara uygun gelmemektedir.

Vadeli işlem piyasasının spot piyasasından (hisse senetler piyasası) geri kalma sebebi bu segmanların fiilen ayrı olarak işleminde kaynaklanabilir: menkul kıymetler vadeli piyasası şu an RTS borsasında yoğunlaşmaktadır, hisse senetler piyasası ise %98 olarak MMVB borsasındadır. RTS borsasında satılan hisse senetler üzerine yazılan futures sözleşmeler teslimat tipinde işlem görmektedir ve teslimat zamanında MMVB borsasından RTS borsasına hisse senetler transferi gerekmektedir. Bu ise trans aksiyon masrafları arttıran belli başlı para ve zaman giderler ihtiyacını doğurmaktadır. Futures sözleşmelerine konu

olan RTS endeksi yabancı para biriminde olmakta, Rusya hisse senetler piyasa hacminin büyük kısmı ise ruble biriminde işlem görmektedir.

2006 yılı sonunda Rusya vadeli işlem piyasasında yeni sözleşme türü dolaşıma girmiştir – kısa vadeli faiz oranına dayalı futures sözleşmeleri. Faiz riskler öneminin yeniden değerlendirilmesine (para-kredi politikasındaki döviz kur düzenlemesinden faiz oranı düzenlemesine vurguların kayması beraberinde volatilité büyüme olasılığını getirebilir) bağlı olarak faize dayalı vadeli sözleşmelere olan talep sürekli olarak artacaktır.

MMVB borsasında piyasa katılımcıları tarafından tanınmış bankalar arası para piyasa indikatörleri üzerine yazılan iki tür futures sözleşmesi arz edilmiştir - Günlük MosIBOR faiz oranı ve Ulusal Döviz Kurulu (NVA) tarafından hesaplanan 3 aylık MosPrime Rate faiz oranına dayalı futures sözleşmesi.

Bir günlük MosIBOR faiz oranı bankalar arası kredi piyasa kısa vadeli segmanın temel indikatörü olmaktadır. Bu indikatör bankalar arası kredi piyasa cirosunda %90 paya sahiptir. Ayrıca adı geçen oran REPO piyasa (repo piyasası Rusya para piyasasının en hızlı gelişen segmanlarından birisi, piyasa günlük hacmi yaklaşık 2 milyar ABD dolardır¹²²) oranlarıyla çok iyi korrelasyon etmektedir. 3 aylık MosPrime Rate faiz oranı Rusya’da ana dalgalı faiz oranı rolünü üstlenerek aktif bir şekilde hem banka ürünlerinde (sadece açık haber kaynaklarına göre bu ürünlerin toplam hacmi 50 milyar rubleyi geçmiştir) hem de gelişmekte olan faiz swap piyasasında kullanılmaktadır.

Adı geçen vadeli sözleşmeler diğer yabancı piyasalarda çok gelişmiş durumdadır. Fakat Rusya’da geçen sene satış sonucu istatistik beklentilerden çok daha düşük idi. Bu durumu şöyle açıklayabiliriz: adı geçen enstrümanların Rusya vadeli işlem piyasası için yeni bir şey olmakta ve işlemlerin akdedilme ve kayıt edilmesinde alışma gereksinimi vardır. Ancak faize dayalı vadeli sözleşmelere finansal piyasa katılımcılar tarafından büyüyen ilgisi bu segmanın orta vadeli perspektifte gelişeceğini inançla söylememize izin vermektedir.

¹²² Rusya Federasyonu Merkez Bankasının resmi sitesi: www.cbr.ru (7.12.2007)

Var olan objektif şartlar Rusya’da vadeli işlem piyasasının coşkun bir yükseliş göstermesine tüm önkoşulları oluşturmaktadır. Adı geçen objektif şartlar: dayanak varlıklar piyasa potansiyeli, finansal piyasa katılımcılarının organize vadeli piyasaya olan ilgisini, bu piyasanın teknolojik temelin ve mevzuatın geliştirilmesini içermektedir.

Rusya vadeli işlem piyasa gelişme süreçlerinin analizini sonuçlandırmak üzere, bu piyasanın gelişme durumu ve dinamiğini etkileyen faktörleri belirtmek mümkündür.

Bizim görüşümüze göre, vadeli işlem piyasasının durumunu aktif şekilde etkileyen aşağıdaki faktörleri göstermek mümkündür:

1. Aşağıdaki talepleri sağlayan dayanak varlıkların gelişmiş spot piyasasının mevcudiyeti:
 - a. Yüksek ticari hacimler;
 - b. Spot piyasasında dayanak varlıkların likiditesi;
 - c. Dayanak varlıkların piyasa fiyatlarını oluşturma mekanizması ve bu fiyat hakkında spot ve vadeli işlem piyasa katılımcılar tarafından güvenilir olan bilgilerin bulunması;
 - d. Spekülatif karları elde etmek için olanak sağlayan ve bununla birlikte vadeli sözleşmeler yardımıyla piyasa katılımcılarını hedger etmeye zorlayan dayanak varlıkların fiyat yoğunluğu ve karışıklılığı;
 - e. Gelecekteki gelişme dinamiğini tahmin etmek için imkân sağlayan ve ülkedeki ekonomik ve siyasi cari şartlara bağımlılığını tespit etmek için olanak tanıyan dayanak varlıkların fiyat durumu ile ilgili birikmiş istatistik veriler.
2. Vadeli işlem piyasası önemli ölçüde spot piyasasının durumuna bağlı olduğundan dolayı, özellikle Rusya’da çok sık görülmekte olup, vadeli işlem piyasasının durumunu ve gelişimini etkileyen faktörler ayrıca spot piyasasını da aktif bir şekilde etkilemekte ve aşağıdaki gibidir: Ekonomik gelişmeyi tamamen kapsayan ve diğer sektörlerin de gelişmesini kapsayan Devlet politikası, ülkedeki cari ekonomik süreçler, dünya ekonomisinin durumu v.b.
3. Faaliyet gösteren tüzel kişi sayısının artışı için vadeli işlem piyasasının

elverişliliği, vadeli sözleşmeler ile ilgili işlemleri gerçekleştirmek için gerekli hazırlıklar ve anlayışlar.

4. Vadeli sözleşmelerin ikincil piyasasının gelişmesi için olanak sağlayan ve piyasanın daha istikrarlı ve durağan olması için yerine getirilmesi ile ilgili garanti veren vadeli işlem piyasasının alt yapısı.

3.2.3. Rusya Vadeli İşlem Piyasasının Gelişmesine Engel Olan Faktörler

İlk önce gelişmeyi engelleyen ülke vadeli işlem piyasasının özelliklerine bakmamız gerekir. Bunlardan bir tanesi, 1998 finansal kriz öncesi kontrole tabi olmayan, yerine getirilmeyen döviz forward sözleşmeleridir. 1998–1999 yılları arasında Rus bankalarının döviz forward sözleşmeleri 300 milyar rubleyi aşıyordu¹²³. Bu sözleşmelerin çoğu yerine getirilemedi, önemli tutarda borca sahip olan bankalar vadeli işlem piyasasında işlem görmeye hakları yoktur.

Bu hem güvenin sarsılması, hem de yasal nedenlerden kaynaklanmaktadır. Böyle bir işlemlerin gerçekleşmesi durumunda müşteriler öncelik hakkına sahip olabilirler.

Yerine getirilmeyen sözleşmelerin tutarı yavaş yavaş azalmaktadır. Bunu gerçekleştirmek için birçok bankaların lisansları alındı. 2001 yılı başlarında vadeli işlem piyasasında banka işlemlerinin artması gözlemlenmekte. Yerine getirilemeyen sözleşmelerin azalması ile bu işlemler artıyordu. 2004 yılı sonuna denk yerine getirilemeyen tüm sözleşmeler işlemlerin 20%'ini oluşturuyordu. Bu da ilerideki gelişmeyi engelleyebilecek hususlardan biridir.¹²⁴

Rusya vadeli işlem piyasasının gelişmesini engelleyen önemli faktörlerden birisini Rusya'daki finansal hukukun yetersizliği olduğunu söyleyebiliriz.

¹²³ Rusya Federasyonu Merkez Bankasının resmi sitesi: www.cbr.ru (12.06.2007)

¹²⁴ Piskulov Dmitriy, Proizvodnie Instrumenti: Voprosi Kvalifikacii i Regulirovaniya, Mezhdunarodniye Bankovskiye Operacii Dergisi, No 4/2005, s:8

İlk olarak, piyasa ortak terminolojiye sahip değildir. Denetçiler ve oyuncular ortak bir lisana sahip değildirler. Dolayısıyla bu piyasaya değişik isimler verilmekte, bu da sözleşmeyi bozmaktadır.¹²⁵

İkincisi ise, işlemleri düzenleyen ortak bir yasal normlar hala bulunmamaktadır.¹²⁶ Vadeli piyasanın işleme ilkeleri bir dizi federal yasalar ve kanunlar, ayrıca idare kararnamelemleri tarafından belirlenmektedir:

- Rusya Federasyonu 20 Şubat 1992 tarihli “Mal borsalar ve borsa ticareti hakkındaki” (24 Haziran 1992, 30 Nisan 1993, 19 Haziran 1995, 21 Mart 2002, 29 Haziran 2004 tarihli değiştirmeler ile) yasası.
- Rusya Federasyonu Hukümet 24 Şubat 1994 tarihli No: 152 sayılı “Rusya Federasyonu alanındaki mal borsaların faaliyetini lisans alma düzeni hakkındaki” (12 Mart 1996, 3 Ekim 2002, 21 Mart 2005 tarihli değişmeler ile) kararnamesi.
- Rusya Federasyonu Hukümet 9 Ekim 1995 tarihli No: 981 sayılı “Mal futures ve opsiyon işlemleri yerine getiren borsa araçların ve broker’lerin faaliyetini lisans alma düzeni hakkındaki” (3 Ekim 2002, 21 Mart 2005 tarihli değişmeler ile) kararnamesi.
- Ferderal 22 Nisan 1996 tarihli No: 39-FZ sayılı “Menkul Kıymetler Piyasası hakkındaki” (26 Kasım 1998, 8 Temmuz 1999, 7 Ağustos 2001, 28 Aralık 2002, 29 Haziran, 28 Temmuz 2004, 7 Mart 2005 tarihli değişmeler ile) kanunu.
- Menkul Kıymetler Piyasa Federal Kurulu ve Rusya Federasyonu Maliye Bakanlığı 11 Aralık 2001 tarihli No: 33, 109n sayılı “Menkul kıymetler piyasasının profesyonel katılımcıların faaliyet raporları hakkındaki Tüzüğün onaylanması hakkındaki” kararnamesi.
- Menkul Kıymetler Piyasa Federal Kurulu 14 Ağustos 2002 tarihli No: 32/ps “RF Menkul kıymetler piyasasında clearing faaliyetleri hakkındaki Tüzüğün

¹²⁵ Kuznecova Lyudmila, Derivativi V Ekonomicheskoy Prostranstve Rossii: Voprosi Terminologii, Rinok Cennih Bumag Dergisi, No 7 (310), 2006, s:37

¹²⁶ Potemkin Aleksandr, Rinok Derivatvov V Usloviyah Liberalnoy Ekonomiki, MMVB Dergisi, No 6 (32), 2006, s:6-7

onaylanması hakkındaki” (26 Aralık 2003, 15 Aralık 2004 tarihli değişmeler ile) kararnamesi...

Üçüncüsü ise, yasal korunmaya sahip olmayan iddia (bahis) tarzı sözleşmelerin varlığı (Rusya Federasyonu Medeni Kanunun 1062. maddesi uyarınca teslimatsız (hesap) işlemlerin bahis olarak nitelendirilmesi) uygulamada gözlemlenmektedir. Bu oyuncuların kredi riskini önemli düzeyde arttırmakta ve işlem hacmini azaltmaktadır. Özellikle orta ve uzun vadeli sözleşmelerde kredi riski büyük olmaktadır. Bu ise vadeli sözleşmelerin ekonomideki reel sektör işletmelerin fiyat riskini sigortalama enstrümanı olarak çekiciliğini azaltmaktadır.

Ve son olarak, vadeli işlem piyasasını düzenleyen yasal kamu organı bulunmamaktadır. Vadeli işlem piyasasının düzenlenmesi üç taraftan yapılmaktadır: Menkul Kıymetler Piyasa Federal Kurulu, Anti Tekel Politika Bakanlığının Mal Borsa Kurulu ve Rusya Federasyonu Merkez Bankası. Adı geçen devlet organlarının yetki alanları yeterli kadar net belirlenmemiştir. Bu ise bir piyasa segmanlarının aşırı ve çelişkili, diğerlerinin ise yetersiz düzenlenmesini meydana getirmektedir.

Piyasadaki likidite kıtlığı da gelişmeyi engelleyen faktörlerden biridir. Buna ek olarak işlemlerin çoğu az sayıda aracılar tarafından gerçekleştirilmekte ve bunlar bazen tek başlarına da piyasayı etkileyebilmektedirler.

Bunun en büyük örneklerinden biri de 2003 yılı Ocak ayında “Alor Invest” A.Ş.’nin lisansın elinden alınmasıydı. “Alor Invest ” A.Ş. döviz futures işlemlerinde MMVB’de önemli üyelerinden biriydi ve lisansının alınması işlemlerinin dondurulmasına sebep oldu.¹²⁷

Ulusal Döviz Kurulu (NVA) tarafından yapıldığı ankette tezgâh üstü piyasa katılımcılarının çoğu vergi problemlerini göstermişlerdir (özellikle vadeli işlemlerin, örneğin opsiyonların, gerçekleştirilmesinde gelirleri ve giderleri dengelemek imkânsız olduğu ve çoğu işlemlerin gerçekleştirilmesi ile bağlı vergilendirme esasların çarpıtılmasıdır), ayrıca işlemlerin muhasebe kayıtlarında gösterme sorunları

¹²⁷ Belinskiy Andrey, Ocenka Tekushogo Sostoyaniya i perspektiv razvitiya srochnogo rinka v Rossii, Vestnik NAUFOR Dergisi, No 12, Aralık 2005, s:19

(batı bankalarına bağlı olanlar Finansal Raporlama Uluslararası Standartların ve finansal raporlama Rusya standartlarının bağdaşmazlığına dikkat çekmektedir).

Rusya finansal hukukunun gelişmesine yönelik son birkaç yıldır faaliyetler gerçekleştirilmekte. 2004 Kasım ayında Kredi Organizasyonları Komitesi tarafından “Vadeli işlem piyasasına dair yasal düzenlemeler” geliştirilmiştir. Burada vadeli işlem piyasasını düzenleyen yasal normlar dikkate alınmaktadır. Buna ek olarak 2005 yılında “Finansal Vadeli Enstrümanları” hakkındaki kanun projesi ortaya konuldu, Ekim ayında ise “Vadeli sözleşmeler hakkında” adlı alternatif bir yasa projesi düzenlendi. Bu iki kanun projesi finansal enstrümanların geniş yelpazesini düzenlemektedir. Fakat adı geçen iki kanun projesi Rusya finansal ve vergi hukukuyla uyuşmamaktadır. Projelerin birisinin kabul edilmesi çelişki oluşmasına yol açabilir. Ayrıca bu kanun projelerin çok büyük olduğundan geçerli olan mevzuatlarla koordine edilmesi, içeriğinde değişiklik ve eklemelerin yapılması uzun süre gerektirebilir.

Rus finansal piyasasının gelişmesine destek olabilecek diğer yasal düzenlemeler de mevcuttur. Bunların çıkması muhtemel olan sorunların çözülmesine yardımcı olabilecek özelliklere sahiptir. Ancak bunların uygulanması birçok soruların ortaya çıkmasını da beraberinde getirebilmektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Rusya vadeli işlem piyasasının analizine dayanarak çıkardığımız sonuçlar şöyle sıralanabilir:

1) Vadeli işlem piyasası karmaşık bir kategori, “piyasa” ekonomik kategorisine ikincil olmakla beraber büyük öneme sahip olmakta ve her ülke ekonomisinin gelişme süreçlerini etkilemektedir.

Vadeli işlem piyasasının karmaşıklığı çeşitli bileşenlerden (vadeli sözleşmeye konu olan ürünler (dayanak varlıklar), enstrümanlar, vadeli işlem piyasasının altyapısı ve katılımcıları), bununla beraber birbiriyle ve diğer ekonomi kategorileriyle etkileşim biçimleri kalabalığıyla belirlenmektedir.

Her ekonomi kategorisi olduğu gibi vadeli işlem piyasası belirli öz ve fonksiyonlara sahip olmaktadır. Bizim fikrimizce vadeli işlem piyasasının özünü vadeli sözleşmelerin yapılması ve taahhütlerin yerine getirilmesi hakkında katılımcıların arasındaki ekonomi ilişkiler bütünü olarak düşünülebilir. Vadeli işlem piyasasının özü kendisine özgü çeşitli fonksiyonlarla açıklanmaktadır. Vadeli işlem piyasa fonksiyonlarını şöyle ayırabiliriz:

1. Düzenleme fonksiyonu;
2. Fiyat fonksiyonu;
3. Fiyat tahminlerinde bulunma fonksiyonu;
4. Bilgi fonksiyonu;
5. Sigorta fonksiyonu;
6. İstikrarlık fonksiyonu, bu fonksiyonu ikiye ayırabiliriz:
 - a) Vadeli sözleşmeler taraflarının mali durumlarını istikrarlamaktadır;
 - b) Fiyat dalgalanmalarını gidermektedir;
7. Spekülasyon (ticaret) fonksiyonu.

Düzenleme, fiyat ve bilgi fonksiyonları genel piyasaların fonksiyonlarına (her piyasaya özgü olan) ait olduğu sanılabilmektedir. Sigorta, istikrarlılık ve fiyat tahminlerinde bulunma fonksiyonları ise vadeli işlem piyasasının spesifik

fonksiyonlarına ait olduğu sayılabilmektedir. Spekülatif fonksiyonu bir tarafından her piyasaya özgüdür, diğer taraftan ise vadeli işlem piyasasında özel spesifik bir biçimde ortaya çıkmaktadır. Bu yüzden adı geçen fonksiyon genel piyasalar fonksiyonlarına ait olduğu gibi spesifik fonksiyonlar grubuna da ait olabilmektedir.

Vadeli işlem piyasasının ekonomi sistemindeki önemi, hangi görevleri çözmeye mümkün kıldığından belirlenmektedir.

- Makro düzeyde: vadeli işlem piyasası ortak talep ve arzın büyüklüklerini etkilemektedir. Bunun sonucu olarak da bunların karşılıklı etkileşimi genel ekonomi dengesini yaratmaktadır. Bundan ayrıca, vadeli işlem piyasası devlet siyasetinin bu dengeyi desteklemesini ve ekonomik aktiviteyi teşvik etmesini v.b. birleştirmesine yol açmaktadır.
- Mikro düzeyde: vadeli işlem piyasası ekonomi risklerin aktarılması yoluyla sözleşmeye taraf olan işletmelerinin mali durumunu istikrara kavuşturmayı, sözleşmelere konu olan dayanak varlıklar spot piyasanın bundan sonraki gelişmesini belirlemeyi, kredi ve mali enstitülerin yatırım portföyünün yapısını iyileştirmeyi v.b. mümkün kılmaktadır.

2) Rusya’da finansal vadeli işlem piyasalarının ortaya çıkmasının nedenleri yabancı vadeli işlem piyasalarının ortaya çıkması nedenlerine benzemektedir. Bunun temellerini oluşturan nedenleri şöyle sıralayabiliriz:

- Sabit döviz kur sisteminden dalgalı döviz kur sistemine geçiş;
- Ekonomik koşulların genel bütünleşmesi;
- Mali sermayenin büyük profesyonel yatırımcıların elinde toplanması.

Yani, vadeli işlem piyasaların oluşmasının ana sebebi, farklı ekonomi sektörlerindeki finansal aktivitenin artması gelmektedir. Bunun sonucu olarak, bir taraftan işletmelerin mali durumu stabilize etmek için belli başlı pozisyonları hedge etmek ihtiyacın ortaya çıkmaktadır, öbür taraftan ise, oluşan oransızlık muazzam spekülasyon karı elde etmeyi olanaklı kılmaktadır. Bu imkânları vadeli işlem piyasası vermektedir; işletmelerin bu piyasada geçen işlemlerine ilgi çekmelerinin de

sebebi budur. Bunun sayesinde, yeni oluşan vadeli işlem piyasaları hızlı gelişmeye başlamaktadır.

3) Vadeli işlem piyasa gelişiminin bir aşamasından diğer aşamasına geçişi etkileyen birkaç faktörlere ayrılabilir.

Bunların ilki olarak yeni dayanak varlığın ortaya çıkmasıdır. Ve söz konusu varlığın aşağıdaki gereksinimleri karşılaması gerekmektedir:

- a) spot piyasada yüksek derecedeki likiditeye sahip olması;
- b) spot piyasada işlem hacmi yüksek olması;
- c) dayanak varlıkların piyasa fiyatlarını oluşturma mekanizması ve bu fiyat hakkında spot ve vadeli işlem piyasa katılımcılar tarafından güvenilir olan bilgilerin bulunması;
- d) dayanak varlığa ait piyasa fiyatının değişken olması: piyasa katılımcılarını, fiyatın değişkenliğinden korunmak için, hedge etmeye zorlayacak, diğer taraftan ise, fiyat değişmesiyle oynayarak spekülasyon kazanç elde edilebilir;
- e) Gelecekteki gelişme dinamiğini tahmin etmek için imkân sağlayan ve ülkedeki ekonomik ve siyasi cari şartlara bağımlılığını tespit etmek için olanak tanıyan dayanak varlıkların fiyat durumu ile ilgili birikmiş istatistik veriler.

Vadeli işlem piyasa gelişme aşamalarının değişimini tayin eden ikinci faktör olarak piyasa katılımcıların daha yüksek bir derecede risklerden korunma ve spekülasyon karı elde etme taleplerini karşılayan vadeli sözleşmenin yeni türü çıkması da olabilmektedir. Ayrıca, bu yeni sözleşmenin maliyet sorusu epey önemli olmaktadır.

Bu yeni vadeli sözleşmeye piyasa katılımcılar tarafından olan ilgisi üçüncü faktör olarak sayılabilir. Bu faktör çok önemli görünmektedir, çünkü yeni sözleşmeye veya dayanak varlığa katılımcılar tarafından gereken ilgi düzeyi olmadan söz edilen sözleşmelerin ortaya çıkması vadeli işlem piyasa gelişmesinin yeni aşamaya geçmesini önceden belli edemez.

Epey önemli faktörlerin daha birisi olarak da vadeli piyasa katılımcılarının, vadeli işlem piyasa gelişmesinin yeni aşamaya geçmesini, psikolojik ve profesyonel hazırlanmasını söyleyebiliriz. Ayrıca vadeli piyasanın yeni sektörüne piyasa katılımcılar ve diğer ilgi gösteren tarafların erişebilirliği de çok önemli görünmektedir.

4) Vadeli işlem piyasa normal bir biçimde gelişmesinin önemli koşulu olarak piyasa istikrarlığı çıkmaktadır. Bu istikrarlılık birkaç faktörlerden oluşmaktadır:

- Piyasa katılımcılar istikrarlığı ve onların mali sağlamlığı;
- Sözleşmelerin yerine getirilmesini sağlayan, yani sözleşmeye giren tarafın riskini azaltan, garanti mekanizmasının varlığı;
- Sözleşmeye konu olan varlığın fiyat değişikliği;
- Ülke içindeki toplam siyaset ve ekonomik durumu.

İstikrarlığın olmaması durumunda vadeli işlem piyasası esas fonksiyonlarından birini yitirmektedir – risk devretme ve risklerden korunma fonksiyonu – çünkü böyle bir piyasada sözleşmelerin işlem görme durumu kendisi çok büyük miktardaki risklerle karşı karşıya kalmaktadır. Bunun sonucu olarak işletmelerin çoğu vadeli işlemlere ilgilerini yitirmektedir.

5) Vadeli işlem piyasasında istikrarlık ve bu piyasa gelişmesinin uygar koşulların sağlanması için bu süreci yönlendiren, koordine ve kontrol eden, vadeli sözleşmelerin yapılma ve hesaplaşma standartlarını çıkaran, katılımcıların anlaşmazlıklarını da çözen kuruluş varlığı çok büyük önem taşımaktadır. Yabancı ülkelerin uygulamaları gösterdiği gibi bu yönde başrole vadeli işlem piyasasının profesyonel katılımcılar kuruluşları sahip olmaktadır.

6) Finansal vadeli işlem piyasası Rusya’da 90’lı yılların başında oluşmuş ve gelişmesinde beş esas aşamalardan geçmiştir: aşamaların birincisi döviz vadeli sözleşmelerin (forwards ve futures) külliyetli ticareti olarak tayin edilmektedir, ikinci aşamasında kısa vadeli devlet borçlanma senetleri üzerine yazılan vadeli sözleşmeleriyle aktif ticaret yapılmıştır. Üçüncü aşamada ise vadeli sözleşmelere konu olan varlıklar olarak büyük özelleştirilmiş şirketlerin hisse senetleri çıkmıştır.

Bunun dışında, Rusya vadeli işlem piyasa gelişmesinin üçüncü aşaması vadeli sözleşmelerinin hesap tipinden, birinci iki aşamada üstün olan, teslim tipine geçiş olarak nitelenmektedir. Rusya vadeli işlem piyasasının 1998 yılının krizinden sonraki yeniden kurulması söz ettiğimiz piyasa gelişmesinin dördüncü aşaması olarak nitelendirebiliriz. Bu aşamanın ayrıcı özelliği vadeli sözleşme fiyat ve kredi riskini minimize etme hareket yönü gösteren yeni teknolojilerin uygulanması. Rusya vadeli işlem piyasa gelişmesinin beşinci aşamasının ayrıcı özelliği ise hedgerların ve arbitrajcılarının büyüyen rolü, piyasada fiyat karakteristiklerinin istikrarlaşması ve Rusya vadeli işlem piyasa gelişme eğiliminin Dünya vadeli işlem piyasa gelişme eğilimine yaklaşması olmaktadır.

Rusya vadeli işlem piyasasının analizine bakarak aşağıda bu piyasanın Rusya’da gelişmesine yönelik bazı öneriler verilmeye çalışılmıştır:

1) Vadeli piyasa ve bu piyasada işlem gören sözleşmeler ile ilgili soruları düzenleyen kuruluşu yaratmak.

Başlıca otokontrol profesyonel piyasa katılımcılar kuruluşu olabilir, fakat daha sonra yasama hakkına sahip olan federal organın yaratılması gerekmektedir. Söz ettiğimiz kuruluşun önüne çıkan hedefleri şöyle sıralayabiliriz:

- a) yabancı ülkelerdeki uygulamalara bakarak vadeli işlemlerin standartlarının çıkartılması;
- b) vadeli sözleşmelerin garanti mekanizmasının hazırlanması, akit tarafından taahhütlerinin yerine getirilmeme durumunda katılımcılarının yararlarını koruyan hukuki esasların geliştirilmesi;
- c) vadeli işlem piyasasının profesyonel katılımcıların mali istikrarlığının yükselmesi amacıyla icabetlerin hazırlanması;
- d) organize borsa faaliyetlerinde, ayrıca açık pozisyonların rehin garantilemesinde kontrolün arttırılması.

2) Hem organize hem de tezgâh üstü (OTC) vadeli işlem piyasasının alt yapısını geliştirmek. Amaç: var olan spot piyasaların altyapısına dayanarak vadeli

piyasanın işlem maliyetlerin düşürülmesi, sözleşmelere ait olan hesaplamaları hızlandırmak ve sözleşmelerin yerine getirilmesini garanti altına almaktır.

3) Vadeli işlem piyasa katılımcıların profesyonel eğitim derecesini arttırma önlemlerini almak. Vadeli işlem piyasa katılımcıların vadeli işlemlerden kaynaklanan riskleri, vadeli sözleşmelerin yatırım portföylerine katma sonuçlarını ve spot ve vadeli piyasaların arasında olan bağlantıyı anlamaları gerekmektedir.

4) Vadeli işlem piyasasında kullanılan teknolojileri geliştirmek ve yetkinleştirmek gerekmektedir. Farklı yerlerden (dünyanın öbür tarafından) bilgi aktarımını, analiz edilmesini ve analiz sonuçlarını değerlendirerek piyasada bundan sonraki durum gelişmesinin tahmin edilmesini mümkün kılan teknolojiler söz konusudur. Teknoloji geliştirilmesi ve yetkinleştirilmesi piyasaların küreselleşme şartlarında daha çok önem kazanmaktadır.

5) Vadeli ürünler yeni türlerini uygulama alanına sokmak ve dayanak varlıklar sayısını arttırmak gerekmektedir. En perspektif yön olarak:

- Mala dayalı vadeli sözleşmelerin geliştirilmesi görülmektedir. Bu üretici ve tüketici işletmelerin (ilkönce ihracatçı ve ithalatçıların) finans pozisyonlarını istikrara kavuşturmaya imkân verir. Bununla beraber finansal ve mal akımlarını bağlamak (takip ettiğimiz ülkede ekonomik durumunun normalleştirilmesi için ve ekonominin gerçek sektörünün gelişmesi için yatırım yönlendirilmesi çok önemli olmaktadır).

6) Uluslararası vadeli işlem piyasalarında ülkeler arasındaki ilişkilerin geliştirilmesine yönelik faaliyetler gözlemlenmektedir. Buna yönelik olarak ABD, Avrupa ve Asya borsaları arasında işbirlikleri geliştirilmektedir. Bundan sonuçla, Rusya'daki vadeli işlem piyasasının üyelerine yurt dışı uzmanlarıyla ilişkilerinin gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bunun sayesinde daha güvenilir bir bilginin temin edilmesi kolaylaşacak ve zorlukların aşılmasına yardımcı olur. Buna ek olarak bu durum Rusya vadeli işlem piyasasının uluslararası vadeli piyasasına uyumunun kolaylaştırılmasına yardımcı olur bu durum globalizasyon koşullarında vazgeçilmez

öneme sahiptir. Bu entegrasyon sayesinde Rus yatırımcıların olanaklarını arttırmakta ayrıca uluslararası alanlarda arbitraj olanakları da söz konusu olmaktadır.

ÖZET

Günümüz ekonomilerinde, piyasa oyuncularının üzerinde durdukları en önemli etkenlerden bir tanesi de “risk” faktörüdür. Vadeli işlem piyasasının ortaya çıkışı ise, risk denilen unsuru ortadan kaldırmaktır. Bundan dolayı, bu piyasalar günümüzde hayli önem kazanmıştır. Özellikle Birleşik Devletlerinde bu piyasalar ekonomide belirleyici etken olmuştur. Vadeli işlem piyasasının temel amacı; belirli bir vadede, belirli özelliklere sahip bir malın ya da ekonomik değerin fiyatını bugünden belirlemektir. Ekonomik değerin ya da malın fiyatının bugünden belirlenmesi fiyat riskini ortadan kaldırmıştır. Firmaların çok sık kullandığı bu finansman tekniği, spekülasyona neden olduğu için yatırımcılar tarafından da ilgi ile takip edilmektedir. Tez üç bölümden oluşmaktadır. Birinci ve ikinci bölümünde bu piyasanın genel özellikleri, işleyişi ve dünyadaki uygulamalardan örnekler verilmiştir.

Çalışmamızın üçüncü bölümünde ise Rusya’daki vadeli işlem piyasasının (1992–2006) tarihsel gelişimi ve durum tespiti yapılmıştır. Ayrıca Rusya’daki vadeli işlem piyasasının gelişmesine engel olan faktörler ele alınmıştır.

Rusya’da bu piyasaların gelişmesindeki engelleri kısaca belirtmek gerekirse, ekonomik ve siyasal istikrarsızlık, yasama nitelikli engeller, özellikle Rusya Federasyonu Medeni Kanunun 1062. maddesi uyarınca teslimatsız (hesap nitelikli) işlemlerin bahis olarak nitelendirilmesi, vergilendirme ve muhasebe problemleri, piyasada kabul edilen tek standart terminolojinin olmaması, spot piyasadaki işlemlerin yetersizliği, bu piyasaların yeterince tanıtılamamış olması, yatırımcı tercihleri ve alışkanlıklarıdır. Bu piyasaların geliştirilmesi amacıyla, teknoloji geliştirilmesi, yatırımcı eğitime destek verilmesi, ekonomik ve siyasal istikrarın sağlanması olarak detaylı inceleme yapılmıştır.

Rusya’da bu piyasaların gelişmesi ve ekonomide belirleyici olması için zamana ihtiyacı vardır.

ABSTRACT

In today's economies, one of the most important factors over which the market players concentrate their attention is the "risk". The main reason of the rise of the derivative operations market was the elimination of the risk factor as such. That is why, nowadays, the great attention is paid to them. Especially, in the United States these markets became the defining factor in the economy. The main objective of the derivative operations market is as following: to define the price of the economic value unit or of the product with specific characteristics in advance within its certain due period. The determination of the price of the product or of the economic value unit in advance, eliminated the hazardous outcomes of the price risk. This financial technique, which is widely used by the companies, is followed and watched closely by the investors because of being the reason for the speculation. These thesis consists of the three main parts. Whereas, in the part one and two the general characteristics of the market, its operation and the examples of its global application are enlisted.

The part three is mainly dealing with the historical development and the current situation of the Russian market of derivative operations (1992-2006). Moreover, it scurpulous analyzes the factors that impeded the development of the Russian market of derivative operations.

The main reasons that actually impeded the development of these markets in Russia were the economic and political instabilities, legislation based impediments, especially the article 1062 of Civil Law of Russian Federation that evaluates the payment operations as the deals, problems related with taxes and accounting, absence of the common standardized terminology, inadequacy of operations in spot market, not being acquaint of these markets to the people, investment choices and local habits. The close analysis and detailed research of the technological development, support of the investors education, economic and political stability provision was performed.

As a conclusion, after the elaborate analysis of the market of derivative operations in Russian Federation that were mentioned above it seems that the development of these markets need tiome in order to play the decisive role in the state economy.

KAYNAKÇA

AKOVA Yücel, Ticaret Borsaları Futures Piyasalar ve Futures Piyasaların Türkiye’de Tarımsal Ürünlere Uygulanabilirliği, Ankara: T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı İhracatı Geliştirme Etüdü Merkezi, 1995

AKSEL, Ayşe Eyüboğlu, Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları, SPK Yayınları, Yayın No: 21, Temmuz 1995

BELİNSKİY Andrey, Ocenka Tekushogo Sostoyaniya i perspektiv razvitiya srochnogo rinka v Rossii, Vestnik NAUFOR Dergisi, No 12, Aralık 2005

BURENİN A.N., Rinok Cennih Bumag İ Proizvodnih Finansovih Instrumentov, M: Federalnaya Knigotorgovaya Kompaniya, 1998

BURENİN A.N., Futures’niye, Forward’niye İ Opcionniye Rinki, M: Nauchno-Tekhnicheskoe Obshestvo İmeni Akademika S.İ. Vavilova, 2003

Ceylan Ali, Finansal Teknikler, Bursa: Ekin Kitabevi, Ekim 2003

CHAMBERS Nurgul R., Türev Piyasalar, İstanbul: Avcıol-Yayın, 1998

CHESNOKOV A.S., Investicionnaya Strategiya, Opcioni İ Futures’i, M: PAİMS, 1995

DÖNMEZ Çetin A. ve YILMAZ Mustafa K., “Türev Piyasalar Finans Sektöründeki Dengenin Korunması Açısından Bir Tehdit Oluşturabilir Mi?”, İMKB Dergisi Cilt:3 Sayı:11, Temmuz-Ağustos-Eylül 1999

EFİMCHUK İlya, Specialniy Obzor: İndeks RTS + Gazprom İ MTS, Derex Dergisi, Mart 2006

EFİMCHUK İlya, SVİRİDENKO Konstantin, Rasshirenie Futures’noy Moskvı, Derex Dergisi, Şubat 2006

EFİMCHUK Ilya, SVİRİDENKO Konstantin, Rossiyskiy rinok derivativov: blagodatniy 2005 i mnogoobeshayushie perspektivi na 2006 god, Rinok cennih bumag dergisi, No 7 (310), 2006

ERGİNCAN Yakup, Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri; Portföy Yönetiminde Kullanımı Ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Yayını, Yayın No: 33, 1996

EROL, Ümit, Vadeli İşlem Piyasaları Teori ve Pratik, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Emir Ofset Matbaacılık Ltd. Şti., Mayıs 1999

ERSAN, İhsan, Finansal Türevler (Futures&Options&Swaps), İstanbul: Literatür Yayıncılık, Yayın No: 18, 1998

FEDOROV A.B., Proizvodniye Finansoviy İ Tovarniy Instrumenti, M: Finansi İ Statistika, 2003

GALANOV V.A., Proizvodniye Instrumenti Srochnogo Rinka: Futures’i, Opcioni, Svopi, M: Finansi İ Statistika, 2002

GANKİN G., SOLOVYEV P., Tendencii I Perspektivy Razvitiya Rinka Derivativov, Rynok Cennyh Bumag Dergisi, No:7 (45), 2007

GORUNOV Roman, Stabilniy Rost Rinka, Rinok Cennih Bumag Dergisi, No 7 (310), 2006

GRYAZNOVA A.G., KORNEEVA R.V., GALANOV V.A., Birzhevaya Deyatelnost, Finansi İ Statistika, 1995

İMKB Vadeli İşlem Piyasası Müdürlüğü, Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş, İMKB Yayınları, Kasım 2002

İstanbul Ticaret Odası, Vadeli İşlemler Ve Opsiyon Borsaları, İstanbul: İTO Yayınları, Yayın No: 2006 -19, 2006

İZMİR TİCARET BORSASI, Vadeli İşlem Borsaları İçin Temel Rehber (Futures and Options), İzmir Ticaret Borsası Yayını, Yayın No: 51, İzmir, Eylül 1993

KANDİNSKAYA O.A., Upravleniye Finansovimi Riskami: Poisk Optimalnoy Strategii, M: Konsaltbankir, 2000

KARATEPE Yalçın, Türev Piyasaları (Futures-Opsiyon-Swap), Ankara: A.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayını, Yayın No:587, 2000

KORKMAZ, Turhan, Hisse Senedi Opsiyonları, Bursa: Ekin Kitabevi Yayınları, 1999.

KUZNECOVA Lyudmila, Derivativi V Ekonomicheskom Prostranstve Rossii: Voprosi Terminologii, Rinok Cennih Bumag Dergisi, No 7 (310), 2006

LYALİN V.A., VOROBYEV P.V., Cenniye Bumagi İ Fondovaya Birzha, M: Filin, 1998

MERKUREV Petr, Godovoy Obzor Rossiyskogo Rinka Derivativotv za 2004 god, Derex Dergisi, Nisan 2005

MMVB, Senelik Raporu, 1999

OVCHİNNİKOV O.G., İgri Na Rinke Valyutnih Futures'ov: Osnovniye Faktori Kursa Futures'ov, Optimizaciya Prinyatih Resheniy, M: İNFRA-M, 1995

ÖZŞAHİN A. Kerem, Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, Ankara: SPK Yeterlilik Etüdü, 1999

PİSKULOV Dmitriy, Proizvodnie Instrumenti: Voprosi Kvalifikacii i Regulirovaniya, Mezhdunarodniye Bankovskiye Operacii Dergisi, No 4/2005

POTEMKİN Aleksandr, Rinok Derivativotv V Usloviyah Liberalnoy Ekonomiki, MMVB Dergisi, No 6 (32), 2006

Richard J. Teweles, Charles V. Harlow and Herbert L. Stone, The Commodity Futures, McGraw-Hill İnc., Third Edition, New York, 1997

Rusya Federasyonu Merkez Bankasının Senelik Raporu, 1999

Rusya Federasyonu Merkez Bankasının Senelik Raporu, 2002

Rusya Federasyonu Merkez Bankasının Senelik Raporu, 2003

Rusya Federasyonu Merkez Bankasının Senelik Raporu, 2004

Rusya Federasyonu Merkez Bankasının Senelik Raporu, 2005

Rusya Federasyonu Merkez Bankasının Senelik Raporu, 2006

Rusya Federasyonu Merkez Bankası, Banka İstatistikleri Dergisi, No11(54), 1997

RTS Senelik Raporu, 2004-2006

SAFONOVA T.U., Birzhevaya Torgovlya Proizvodnimi Instrumentami, M: Delo, 2000

SELİVANOVSİKİY Anton, Dvizhenie Po Krugu: O Novom Reshenii Staroy Problemi Derivativov, Vestnik NAUFOR Dergisi, No 12, Aralık 2005

SELİVANOVSİKİY Anton, Potemkinskaya Derevnya Dlya Derivativov, Rinok Cennih Bumag Dergisi, No 10 (313), 2006

Sermaye Piyasası Ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Eğitim Yayınları, Yayın No:1, İstanbul, 1995

SPFB Senelik Raporu, 2003-2006

SPVB Senelik Raporu, 2001-2005

TAKASBANK, Vadeli İşlemler, Takasbank Eğitim Yayınları No:8, Kasım 1996

TAŞKIRAN Sevtap ve diğerleri, Finansal Araçlara Dayalı Vadeli İşlem Piyasalarına İlişkin Ara Rapor, SPK-İMKB Finansal Vadeli İşlemler Çalışma Grubu, Mayıs 1995

TEMNİCHENKO Mihail, SOLOVYEV Pavel, Procentniye Stavki-Noviyе Instrumenti Na Srochnom Rinke Rossii, MMVB Dergisi, No 6 (32), 2006

TOROSLU M. Vefa, Çağdaş Finansal Teknikler, İstanbul: Beta Basım A.Ş., Yayın No:958, Eylül 2000

TSPAKB, Türev Araçlar, Vadeli İşlemler Ve Opsiyon Piyasalarının İşleyişi, Türev Araçlarla Arbitraj Ve Korunma, TSPAKB Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Lisansı Eğitim Notu, Aralık 2002

TUFAN, Ekrem, Futures İşlemlerin Piyasa Etkinliğine Olan Etkisinin Test Edilmesi: İstanbul Altın Borsası Uygulaması, Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No: 1283, 2001

UYANIK Namık Kemal, Bir Bölüm Finansal İşlemler Ve Vergilendirmeleri, İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No:226, 2001

Vadeli İşlem Piyasası Müdürlüğü, Faiz Oranına Dayalı Vadeli İşlemler, İstanbul: İMKB Türev Piyasa Araştırmaları Serisi, No: 2, Temmuz 1995

VEYTİLİNGEM R., Rukovodstvo Po İspolzovaniyu Finansovoy İnformacii, M: Finansi İ Statistika, 1999

VİLYAME B., Novie İzmereniya V Birzhevoy Torgovle: Kak İzvlech Pribil İz Haosa. Rinki Akciy, Obligaziy İ Futures’ov, M: Analitika, 2000

Vneshtorgbank SSCB 28.01.1987 tarihli No: 2 ‘Vneshtorgbank SSCB tarafından döviz işlemlerin akdedilme düzeni’ Talimatı

VOLOVİK A.M., Rinok Tovarnih Futures’nih Kontraktov v Rossii, M: Finansi İ Statistika, 1997

YAKUP Selvi, Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, İstanbul: ARC Yayınlar No:5, Mart 2000

YILMAZ Mustafa K., Menkul Kıymetler Piyasasında Vadeli İşlemler Ve Opsiyonlar Kullanılarak Oluşturulan Bazı Temel Stratejiler, İstanbul: İMKB Türev Piyasa Araştırmaları Serisi, Yayın No:3, Aralık 1995

YILMAZ Mustafa K., Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Currency Futures), İstanbul: Der Yayınları, Yayın No:339, 2002

ZAHAROV Aleksandr, Bazoviy Element Rinochnoy Ekonomiki, İzvestiya Gazetesi, 16 Nisan 2002

ZAHAROV A.V., KİRİCHENKO D.A., CHELMODEEVA E.V., Valyutnie İ Universalniye Birzhi XXI Veka Kak Antikrizisniy Mehanizm Finansovogo Rinka, M: MMVB, 2002

Rusya Federasyonu Merkez Bankasının resmi sitesi: www.cbr.ru (7.12.2007)

MMVB resmi sitesi: www.micex.ru (25.11.2007)

RTS resmi sitesi: www.rts.ru (10.07.2007)

SPVB resmi sitesi: www.spcex.ru (29.11.2007)

SPFB resmi sitesi: www.spbex.ru (2.12.2007)

EK:

Rusya Tezgâh Üstü Vadeli İşlem Piyasasının Şimdiki Durumu: NVA'nin (Ulusal Döviz Birliği) 2006 Yılı Anket Sonuçları

1998–1999 yılların finans krizi esnasında Rusya bankalarının hesap döviz vadeli sözleşmeleri toplu şekilde yerine getirmemeleri, karşı tarafların - önemli ölçüde sermayelerini kaybeden büyük Rusya bankalarının (en iyi örnek – Vneştorgbank), ayrıca Rusya'ya limitlerini kapatan ve mahkeme davaları ile uğraşmak zorunda kalan çok sayıda batı finans kurumlarının muazzam zararlarına yol açmıştır. Bu durumun oluşmasına hesap sözleşmelerini (veya fark üzerine yapılan sözleşmelerin) Rusya Federasyonu Medeni Kanunun 1062. maddesi uyarınca yargısal korunmaya tabi olmayan bahis işlemi olarak nitelendiren Rus mahkemelerin pozisyonu önemli ölçüde katkıda bulunmuştur. O üzücü olayların sonucu Rusya'da söz konusu piyasanın fiilen yok olmasıdır, piyasa off-shore niteliğini kazanmış yani vadeli sözleşmelere konu olan dayanak varlıklar fiyatların belirlenmesi uzun yıllar için Londra'ya geçmiştir.

Son zamanlarda vadeli işlemler konusu yeniden şöhret kazanmıştır – burada çok sayıda ilerlemeler kaydedilmiş, olumlu hususlar ve vadeli işlem piyasasına yeni, kaliteli seviyeye geçişini vaat edecek gelişmeler bile birikmiştir. Yeni kaliteye ulaşmanın entegral noktalarını toplamaya çalışalım.

1. Rusya, ekonomisinin istikrarlı artış ve piyasaların gelişme yıllarını yaşamaktadır, jeopolitik rolü artmış durumdadır. Ruble, konvertibl para birimi olmuş, sağlamlaşıyor ve ABD dolarından BRİC ülkeleri (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin) gibi piyasaları oluşma halinde olan ülkelerin değeri artan dövizlerine kaçan uluslararası finans yatırımcıların büyük ilgisini çekmektedir

2. Rusya Federasyonu Merkez Bankasının 1.02.2005 tarihinden itibaren “iki dövizli sepetin” yürürlüğe getirmesi ruble kambiyo kurun (özellikle USD kurun) belirsizliğine ve dalgalanmasına, döviz riskler beklentisine ve dolayısıyla riskten korunma vadeli araçlarına olan talebin artışına yol açmıştır.¹²⁸

¹²⁸ Efimchuk Ilya, Sviridenko Konstantin, Rasshirenie Futures'noy Moskvi, Derex Dergisi, Şubat 2006, s:28

3. Bilindiği gibi, finans piyasaların “hafızası zayıftır”: batı bankaları Rus ortaklarını birçok konuda afetmişler ve Rusya ile Rusya’nın finans sektörü için limitlerini yeniden açmışlardı. Rusya bankaları (dünya çapındaki bankalara bağlı olanlar dâhil olmak üzere) birbirine olan vadeli limitlerini biraz yenilemişler ve vadeli döviz piyasasında birbirine kote etmeye başlamışlar idi. Borsa piyasasında vadeli döviz alım-satım işlemleri (currency futures) gibi cirosu hızlı şekilde artan araçlar ortaya çıkmıştır.

4. Rusya banka kaynaklarının (uzun vadeli projelerde ilgisi olan reel ekonomik sektörün talepleri sonucu oluşan) yerleştirilme ve çekilme sürelerinin uzaması, ruble bazındaki faiz oranların değişme riskinden koruyan faize dayalı vadeli işlemlere olan ihtiyacın oluşmasına yol açmıştır. 2005 yılında MMVB’da (Moskova Bankalar arası Döviz Borsası) MosPrime bankalar arası faiz oranı için ruble bazındaki faize dayalı futures sözleşmeleri ortaya çıkmıştır, RTS (Rusya Ticaret Sistemi) borsası da benzer araçların kullanımını planlamaktadır. 2006 yılında bazı bankalar (genel olarak batı bankalara bağlı olanlar) Moskova’nın bankalar arası piyasasında birbirine faize dayalı vadeli sözleşmeleri satmaya anlaşılmışlar idi ve ilk faizli ve çapraz dövizli swap sözleşmeleri akdedilmiş idi.¹²⁹

Tezgâh üstü vadeli işlem piyasasının durumunu açıklayan net istatistiğin ve detaylı analizin olmadığını belirtmek gerekmektedir. En yakın benzer araştırma Uluslararası Ödemeler Bankasının (Basel) «Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity» adlı üç yıllık raporu çerçevesinde (en son 2004 yılında hazırlanmıştır) yayınlanan istatistiği ve Rusya Federasyonu Merkez Bankasının istatistiğidir. Ayrıca, Merkez Bankasının her ay kendi web sitesinde “İç finans piyasanın durumu” adlı raporu yayınladığını belirtmek gerekmektedir, fakat tezgâh üstü piyasasının analizi bu raporda neredeyse yer almamaktadır.

Bu sebepten dolayı 2006 yılın mart ayında NVA (Ulusal Döviz Birliği) tarafından Rusya bankaların – vadeli işlem piyasasının operatörleri arasında anket yapılmıştır. Ankete 20’den fazla banka katılmıştır (bunların arasında büyük yerel bankaların neredeyse tümü, uluslararası bankalara bağlı olanlar ve daha küçük bankalar,

¹²⁹ Temnichenko Mihail, Solovyov Pavel, Procentniye Stavki-Noviy Instrumenti Na Srochnom Rinke Rossii, MMVB Dergisi, No 6 (32), 2006, s:11

ama genellikle ilk yüze girenlerden), bu yüzden seçilmiş temsilciler örnek olarak kabul edilebilir. NVA fikrine göre ankete katılan bankaların toplamı bankalar arası döviz ve para vadeli işlem piyasasında gerçekleşen işlemlerin %90'dan fazladır.

Anketin amacı Rusya'daki tezgâh üstü piyasasının hacmini, içyapısını, perspektiflerini ve gelişme problemlerini ilk defa detaylı şekilde araştırmak olmuştur. Zaten bütün dünyada bu piyasanın asıl operatörleri bankalardır ve piyasa cirosunun mutlak çoğunluğu bankalara aittir.

Araştırma konusu döviz konvertibl (foreign exchange) ve faiz oranlı (interest rate) vadeli araçlar ile yapılan işlemlerin banka (tezgah üstü (OTC) ve borsa dışına vurgusu olan borsa sektörü) piyasası olmuştur. Dolayısıyla anket vadeli döviz piyasasındaki (dayanak varlık – döviz kuru) ve vadeli para piyasasındaki (dayanak varlık – faiz oranı) işlemleri konu alan iki ana bölümden oluşmakta idi. Ek olarak bilgi amaçlı bankaların diğer varlıklar (mal, kredi v.s.) ile ilişkili vadeli işlem piyasasına olan ilgileri hakkında sorulmuştur.

Aşağıda uzmanlara göre en önemli konular ile ilgili anket yanıtları, ayrıca elde edilen sonuçların analizinden ortaya çıkacak ana neticeler gösterilmektedir.

Vadeli Döviz Piyasası (Dönüştürme İşlemleri) / Foreign Exchange Forwards and Derivatives

Bankaların dönüştürme döviz işlemlerin (foreign exchange) vadeli piyasa ile ilgili cevaplarına göre elde edilen sonuçları inceleyelim. (2004 yılında finans vadeli ürünlerin %80'den fazla oranına sahip faize dayalı vadeli işlemlerin üstün olduğu) Uluslararası piyasadan farklı olarak Rusya'da şimdiki dönemde asıl forward dönüştürme işlem segmanı daha da gelişmiş durumdadır, bankaların vadeli finans araçları ile gerçekleştiği alım-satım işlemlerin büyük kısmı bu segmanda yoğunlaşmıştır. Rusya'daki döviz piyasasının Foreign Exchange küresel piyasa yapısındaki yerini ve rolünü anlamak için elimizde bulunan tek istatistiğe bakalım.

EK Tablo 1: Rusya'daki Döviz Piyasasının (Dönüştürme İşlemlerin) FOREX Küresel Döviz Piyasa Cirosunun Yapısındaki Yeri

	Ortalama günlük araç cirosu: (milyar USD)				Rusya'nın günlük cirosu, dünya cirosundan yüzde olarak
	FX Spot	FX Outright forwards	FX swaps	Toplam günlük ciro*	
Nisan 2004 yılı					
Rusya: Tüm dövizler (RUB dahil)	29,4	0,9	7,0	37,4	1,99**
RUB sektörü (yab.döviz/RUB)	12,4	0,1	2,3	14,7	0,7
Dünyada toplam (tüm dövizler)	621	3	944	1,880	100
Şubat 2006 yılı					
Rusya (RUB sektörü)	21,6	NA	NA	NA	NA

* Net ciro, yani farklı ülkelerin bankaları arasında yapılan işlemlerin çifte hesabından muaf.

** Uluslararası ödemeler bankasının verilerine göre (gayri safi satışlara dayanarak).

Nisan 2004 yılı ve Şubat 2006 yılı itibarıyla : Bank for International Settlements (BIS), 2004, Rusya Federasyon Merkez Bankası (kasım 2004, şubat 2006) dayanarak hesaplanmıştır.

Verilerin analizi aşağıdaki neticeleri çıkarmaktadır:

a) Rusya piyasasının dünya döviz piyasasının toplam hacmindeki payı çok düşüktür (%2'den az), ki Rusya Federasyonun dünya Gayrisafi Milli Hasıla'daki payı ile yaklaşık aynıdır;

b) Dönüştürme işlemlerin Rusya piyasası “yabancı dövizin rubleye karşı” (spot veya “kasa” işlemleri) sektöründe elverişli ihraç fiyat şartları ile desteklenerek hızlı büyümektedir (2004 yılından 2006 yılına kadar %74 oranında);

c) Bununla birlikte yerel döviz piyasasının ruble segmanı (“yabancı döviz – ruble” çiftinde) 2004 yılında, “yabancı döviz – yabancı döviz” örneğin, Euro – ABD doları veya Euro – sterlin şeklindeki dönüştürme işlemleri şeklindeki uluslararası segmanından daha küçüktü (maalesef elimizde sadece 2004 yılın verileri mevcuttur);

d) Dünya döviz piyasasından farklı olarak Rusya piyasasında forward dönüştürme işlemlerin (FX outright) payı toplam cironun %3'den azdır (tüm dünyada - %33'den fazladır).

Şimdi bu genel resmi istatistiğine ilaveten Rusya bankalarından alınan anketlerin analiz sonuçlarını inceleyelim. Aşağıda ankette yer alan sorular ve piyasa ile ilgili genel neticeler gösterilmiştir.

(1) Bir bankanın, 2005 yılı için Rusya Federasyonu Merkez Bankası ile yapılan işlemler dâhil olmak üzere dönüştürme döviz işlemleri (gerek kasa işlemlerinden spot işlemlerine kadar gerekse forward) piyasasındaki ortalama günlük cirosu (milyon USD)

Ortalama	Yanıtlayanlar arasından asgari değer	Yanıtlayanlar arasından azami değer
403,9	7,5	2500

Ankete genel olarak büyük bankalar katıldığından dolayı, bir banka başına gelen ortalama değer nispeten büyüktür. Ayrıca ortalama günlük cironun azami değerinin birkaç milyar dolar olması da dikkati çeken ve ankete katılan Rusya bankaların çok büyük olduğunu gösteren bir başka noktadır (bir bankanın payı piyasadaki günlük toplam cironun % 8-10 oranlarına ulaşabilmektedir).

(2) Bankaların 2005 – 2006 yılın başında vadeli (türev işlemler dâhil olmak üzere) dönüştürme işlemlerin toplamında çeşitli vadeli/türev işlemlerin payı

Araçlar	Ortalama	Min	Max
Vadeli (forward) dönüştürme işlemleri (gerek tam teslimatlı FX outright tipi gibi, gerekse teslim edilemeyen NDF -Non Deliverable Forwards)	%46,2	%5	%98
Spot işleminden sonraki döviz swap* işlemleri (FX swaps), Bunların arasında: – bir karşı taraf ile tek işlem olarak akdedilenler (gerçek dönüştürme swapı) – farklı karşı taraflar ile iki farklı işlem olarak akdedilenler (sentetik dönüştürme swapı)	%32,7 %26 %74	%2	%94
Döviz futuresları (FX veya Currency futures)	%19,0	%0	%60
Döviz opsiyonları (FX veya Currency options)	%2,1	%0	%10
Diğer (hangiler?)	-	-	-
Toplam	%100		

* Farklı döviz bazında olan bankalar arası iki depozitonun/kredinin takaslama şeklinde olan swaplar dahil olmak üzere (mevduat swapları olarak adlandırılır).

Gösterilen verilerin analizi aşağıdaki neticeleri ortaya çıkarmaktadır:

a) Vadeli piyasada döviz forward işlemleri (FX outright) öndedir– bunların payı yaklaşık yarısıdır, bazı bankalarda ise %100 oranına yaklaşmaktadır. Bunun açıklaması kolaydır: vadeli işlemler piyasası daha 20.yüzyılın 90'lı yıllarında bu işlemler ile başlamıştır; bu işlemler ile 1998 yılın krizi geçilmiştir;

b) Diğer vadeli işlemlerin payı dünya piyasalara göre daha azdır: örneğin döviz swapların ve opsiyonların payı Rusya piyasasında önemli ölçüde düşüktür;

c) Piyasaya ortalama değerlere göre yüksek toleranslar vardır yani bankaların işlem akdetme amaçları ve vadeli piyasada kullanılan araçlar farklıdır.

(3) Tezgah üstü piyasada forward dönüştürme işlemlerin toplamında teslimatlı / teslimatsız işlemlerin payları (yani döviz swap, döviz opsiyonu işlemlerin haricinde FX Outrights) (yüzde olarak)

Teslimatlı döviz dönüştürme forward işlemi (Full delivery forward, outright)	67,6
Teslimatsız (hesaplı veya indeksli) dönüştürme forward işlemi (Non-deliverable forward, NDF), yerleşik olmayanların adına ve verdikleri görev üzerine akdedilenler dâhil olmak üzere	32,4
Toplam	100

Tam teslimatlı normal döviz işlemlerin payı ankete göre üçte iki oranındadır. Alım satımcıların değerlendirmelerine göre bu durum çoğu bankaların (özellikle devlet yatırımı olan büyük bankaların arasından olanlardan) Rusya'daki hukukçuların bu işlemleri bahis olarak nitelendirdiklerinden dolayı teslimatsız hesap işlemleri akdetmediklerine bağlıdır. İkinci olası sebep, batı bankalarına bağlı olanların bu işlemleri kendi ana veya Londra'daki ofisleri adına yapmalarıdır.

(4) Bankalar tarafından vadeli dönüştürme işlemlerin akdedildiği süreler (hesap dönemleri)

Süreler	Yüzde olarak payları
7 günden az	15,7
7 gün - 1 ay	15,4
1 - 3 ay	28,8
3-6 ay	24,7
6 - 12 ay	14,2
12 aydan fazla	1,2
Toplam	100

Yukarıda gösterilen verilere göre vadeli dönüştürme işlemlerin yaklaşık %85'i yarım yıldan kısa süre için akdedilmektedir. Bununla birlikte 1 yıldan uzun süre için akdedilen işlemler yok denecek kadar az (bu süre ile işlem yaptıklarını bankaların ancak %22 göstermiştir) ki aslında uluslararası piyasaların pratiğine uygundur (orada bir yıldan uzun süre için akdedilen forward out-rights işlemleri toplam sayısının ancak %3 oluşturmaktadır).

(5) Bankaların vadeli dönüştürme işlemlerini yaptıkları (akdettikleri) döviz çiftlerin payları

Döviz çiftleri	Yüzde olarak payı
USD/RUB	81,6
EUR/RUB	8,4
EUR/USD	8,4
Diğer	1,63
Toplam	100

En büyük pay USD – Ruble çiftine aittir ki genel olarak bakıldığında Rusya şirketlerinin dış ekonomik akımının döviz tercihini ve dolayısıyla Rus bankalarına ait kıymetlerin döviz yapısını göstermektedir. Ayrıca Euro – Ruble ve Euro – USD döviz çiftlerin paylarının tamamen eşit olması da dikkati çeken noktadır; bu durum, banka alım satımcılarının bildiği ve Euro – Ruble piyasasındaki fiyat oluşturmalarının kendi piyasalarında büyük cirolara sahip Euro - Dolar ve Dolar - Ruble diğer iki büyük çiftten tamamen türevsel olduğunu (yani çapraz kurlu) gösteren tezi kanıtlamaktadır.

(6) Bankaların vadeli dönüştürme işlemlerin yapılması hakkındaki kararları alırken kılavuz edinerek hareket ettikleri amaçlar

Amaçlar	Yüzde olarak
Kârı elde etmek (alım satım veya spekülasyon)	40,5
Döviz risklerinden korunma (diğer enstrümanlardaki pozisyonların kapatılması)	30,2
Banka likiditesini düzenlenmek	29,3
Diğer	-
Toplam	100

Eğitim kitapların aracılığıyla yaygınlaşan, vadeli işlemlerin risklerden korunma amaçlı akdedildiği düşüncesine rağmen bankalar kâr elde etme amacını ilk sıraya yerleştirmişlerdir. İşlemlerin üçte birinden fazlası, bankaların bankalar arası kredi piyasasında parayı yerleştirme ve çekme sürelerinden uzun süre için paraları yerleştirme veya çekme vasıtası olan vadeli dönüştürme işlemin döviz swap işlemin bir tarafı olduğu halde kredi kuruluşların likiditesini düzenlemek amacı ile gerçekleştirilmektedir (aşağıda “Vadeli para piyasası” bölümüne bkz.).

(7) Bankaların vadeli dönüştürme işlemlerin toplamında kendi ve müşterilere ait işlemlerin payı (yüzde olarak)

Kendi (kendi pozisyonu için)	72,6
Müşterilere ait (müşterilerin talebi üzerine, onların adına)	27,4
Toplam	100

Yukarıda gösterilen veriler bir önceki sorunun analizi sonucunda yapılan neticeyi kanıtlamaktadır: Rusya bankaların kendi (proprietary denilen) pozisyonları işlemlerin çoğunluğunu oluşturmaktadır. Galiba bu durum, daha ucuz ve üstelik fiyatı sürekli düşen amerikan dolarları çekme suretiyle dâhil olmak üzere kendi ruble bazındaki yatırımlarını gerçek sektöre ve halka kredi olarak finanse eden bankaların yatırım getirisini ve bedelini sabitleştirmek amacı ile ters işlemleri akdetmeleri gerek olduğunu ifade etmektedir. Ayrıca, kendi vadeli işlemlerin yüksek payı Rusya bankalarına has olup, ruble kurun döviz koridorun çerçevesinde sabitlendiği dönemlerde 1998 yılı krizinden önce bile mevcut idi.

Gene de müşteriler tarafından da gelen talep mevcuttur ve ilerideki zamanlarda Rusya döviz piyasasının belirsizlik hali artarken büyük ihtimalle artacaktır.

(8) Tezgâh üstü piyasada vadeli dönüştürme işlemlerin toplamında diğer bankalar ile doğrudan, ayrıca döviz piyasasında aracılardan vasıtası ile (Moskova Bankalar arası Döviz Borsası, aracı kurumlar) akdedilen işlemlerin payı

	Yüzde olarak payı
Bankalar arasında doğrudan	65,3
Aracılar vasıtası ile	34,7
Bunların arasında:	
– Moskova Bankalar arası Döviz Borsası aracılığıyla	46,5
– Aracı kurumlar vasıtası ile (yabancı dahil olmak üzere)	53,5

Bu sorunun cevabı işlemleri akdetme sürecinin içyapısını incelemeye izin vermektedir. Görüyoruz ki bu tür işlemlerin çoğunluğu (%65) bir bankanın diğer bankaya müracaat ederek doğrudan akdedilmektedir. İşlemlerin akdedilmesinde aracılardan payı yaklaşık %35 oranındadır ve bunların yarısından fazlası aracı kurumlarına aittir (NDF teslimatsız döviz forward işlemlerin piyasasında ana aracı kurumun GFI adlı uluslararası aracı şirketin Londra ofisinin olduğu bilinen bir durumdur).

(9) Vadeli dönüştürme işlemlerin tezgâh üstü piyasasında karşı taraflar.

Karşı taraflar	Yüzde olarak payı
Yerleşik olan bankalar (yabancı finans enstitülerine bağlı olan bankalar dâhil olmak üzere)	67,9
Rusya Federasyonunun sınırları dışındaki yerleşik olmayan bankalar	32,1
Toplam	100

Görüldüğü gibi Rusya vadeli işlem piyasasında karşı tarafların çoğu – ülke içinde (yani iç döviz piyasasında) birbiriyle işlemler akdeden yerel bankalardır. Bununla birlikte, karşı tarafların yaklaşık üçte biri sınır ötesi (cross-border) işlemlerin akdedildiği yerleşik olmayan bankalardır.

Resmi olmayan verilere göre yabancı kuruluşların Rusya’ya yapılacak yatırımlara ve dolayısıyla “Rusya rublesi” adlı para birimine olan genel ilgisinin artmasına bağlı olarak yerleşik olmayanlara ait payın vadeli ruble piyasasında artmasını bekleyebiliriz. 1996 – 1998 yıllarında uygulanan pratikten farklı olarak Rusya Merkez Bankası şimdiki zamanda döviz müdahalelerin gerçekleştirmelerinde spot (kasa) işlemlerin sektörü ile sınırlanmakla vadeli döviz piyasasında yer almamaktadır.

Yabancıların piyasaya olan ilgisinin önemli artması sebebi ile yerleşik olmayanlar ile yapılan vadeli işlemlere ilişkin sorular ayrı bölüm olarak gösterilmiştir.

(10) Kendileri ile vadeli dönüştürme işlemleri akdedilen yabancı yerleşik olmayan bankaların bulunduğu yer

Bölgeler	Yüzde olarak payı
Avrupa	83,1
ABD (Kuzey Amerika)	15,8
Asya	1,1
Toplam	100

Vadeli döviz işlemlerde yabancı karşı tarafların büyük çoğunluğu Avrupa’da bulunmaktadır (Avrupa derken büyük ihtimalle Londra’dır). Amerikanın payı %16, Rusya’daki vadeli döviz piyasasının Asya yönü ise maalesef çok zayıf şekilde ifade edilmiş olup (%1,1) bu ülkenin dış ekonomik cirosundaki Asya payından çok daha düşüktür.

(11) Vadeli işlem piyasasının gelişiminde temel problemler ve engeller.

Sebeup	Sıralama (0 dan 10 kadar)
Piyasanın yasama, normatif temelin eksikliği (çoğu Medeni Kanunun 1062. maddesini göstermektedir)	8,3
Vergi, muhasebe problemleri (IAS vs RAS)	6,1
Gerekli altyapının olmaması (ticari alanların, teknolojilerin, faaliyet ve işlem gerçekleştirme kuralların ve standartların)	3,7
Piyasada kabul edilen tek standart terminolojinin olmaması (gerek piyasa katılımcıların gerekse devlet kontrol organların çalışmaları)	2,8

Vadeli işlem piyasasının gelişmesine engel olan problemlerin önemliliği açısından cevap verenler ilk sıraya yasama, hukuki engelleri koymuşlardır, özellikle Rusya Federasyonu Medeni Kanunun 1062. maddesi uyarınca teslimatsız (hesap) işlemlerin bahis olarak nitelendirilmesi, düzenleyiciler tarafından bu soruna ilişkin gereken düzenlemelerin ve ilginin olmamasıdır. Sonra, bankaların çoğu vergi problemlerini göstermişlerdir (özellikle vadeli işlemlerin, örneğin opsiyonların, gerçekleştirilmesinde gelirleri ve giderleri dengelemek imkânsız olduğu ve çoğu işlemlerin gerçekleştirilmesi ile bağlı vergilendirme esasların çarpıtılmasıdır), ayrıca işlemlerin muhasebe kayıtlarında gösterme sorunları (batı bankalarına bağlı olanlar Finansal Raporlama Uluslararası Standartların ve finansal raporlama Rusya standartlarının bağdaşmazlığına dikkat çekmektedir).

Bankaların düşüncesine göre, bu temel sorunlar devletin yardımı ile çözülmeden profesyonel ve likidite vadeli işlem piyasasının bundan sonraki gelişimi mümkün değildir. Ticari alanların, teknolojilerin, kuralların, standartların ve terminolojinin olmaması şeklindeki engeller yukarıda sözü geçen problemler gibi kritik nitelikte değildir ve aslında yakın yıllarda çözülebilir çünkü bu sorunların ortadan kalkması profesyonel topluluğun kendisine bağlıdır.

Yakın yıllarda piyasada ihtiyaç doğabilecek dönüştürme işlemlerin döviz piyasasının yeni vadeli ürünleri hakkındaki (12). soruya piyasa katılımcıları hem bu zamana kadar mevcut olmayan yeni araçları hem de coğrafya, ticari alanlar veya kullanıcılar açısından mevcut olan ürünlerin yaygınlaşma alanın genişletilmesi için potansiyeli göstererek biraz çelişkili cevaplar vermişlerdir. Öncelikler aşağıdaki şekilde sıralanmıştır:

1. İç piyasada satılan döviz forward işlemleri (FX outright), (yani Rusya'daki on-shore Londra'daki yabancı off-shore market'e göre);

2. Döviz opsiyonları – FX (Currency) Options, Moskova Bankalar arası Döviz Borsasında satılanlar dahil olmak üzere, ayrıca sınır opsiyonları (Barrier options) gibi yeni opsiyon stratejileri;
3. Hesap forward işlemleri (NDF) tüzel kişiler-müşteriler için;
4. Forward tarihleri arasındaki döviz alım-satışları – Forward/Forward swaps (spread);
5. Çapraz-döviz swapları (Cross currency swaps);
6. Yeni araçlara ihtiyaç olmaz.

Rusya Bankası'nın kur politikasının 2005 yılında çift dövizli uygulamaya geçmesi vadeli dönüştürme işlem piyasasına herhangi etki yaratıp yaratmadığını konu alan (13) soruya, cevap verenlerin %50'i evet, %33'ü – hayır yanıtını vermişlerdir.

Bankaların en az yarısı, evet, Rusya Federasyonu Merkez Bankasının kur rejiminin 2004 yılın sonunda – 2005 yılın başında değiştirilmesi vadeli döviz piyasasını doğrudan etkilediğini düşünmektedir. Esas sebep olarak bu bankalar USD/RUB kurun dalgalanmasının (belirsizliğinin) artmasını ve piyasa katılımcıları ile müşterilerin riskten korunma araçlarına olan talebin artmasını göstermişlerdir.

Bu analiz anket sonuçlarını çıkarmaya ve **döviz dönüştürme işlem piyasasının şimdiki durumu hakkındaki ana neticeleri** özetlemeye yardım etmektedir:

1. Şimdiki zaman itibariyle vadeli döviz piyasası büyük ölçüde olgunlaşmamış, gelişmiş uluslararası piyasaya göre vadeli işlemlerin payı kasa işlemlerin payından farklı olarak çok daha düşüktür ki bu aracın çok az kullandığını göstermektedir.

2. İşlemlerin yapısında normal vadeli teslim işlemleri, FX outright (birinci sıra) ve swap işlemleri (ikinci sıra) üstündür ki bu durum da dünya pratiğinden farklıdır (Uluslararası Ödemeler Bankası'nın 2004 yılın verilerine göre FX Swaps işlemlerin payı Forward Outrights işlemlerinden 4 kat daha fazladır).

3. Piyasanın gelişimini yasama nitelikli problemler (vadeli işlemlerin hukuki düzensizliği), vergi ve muhasebecilik engelleri, enformasyon ve uzmanlık nitelikli

problemler engellemektedir.

4. Gene de döviz vadeli işlem piyasası hızlı şekilde büyümekte, yurt içinde ve yurtdışında müşteri talepleri artmaktadır (Rusya Federasyonu Merkez Bankasının yeni çift dövizli kur rejimine geçmesi sonucunda ruble kurun bazı döviz birimlerine göre belirsizliğin artması sebebi ile dâhil olmak üzere).

Para Vadeli Piyasası (Faiz Vadeli İşlemleri) / Interest Rate Derivatives

Her zaman duyulan (özellikle 1998 yılın finans krizinden sonra) vadeli (forward) döviz işlemlerinden farklı olarak Rusya’da faize dayalı vadeli işlemler hakkında bilgi sahibi olanlar azdır. Rusya tezgâhüstü piyasasının uzmanları ile son yıllarda yapılan görüşmelerden bu tür işlemleri neredeyse hiç kimsenin gerçekleştirmediği bilinmekte idi, ancak 2005 yılında bazı bankaların (genelde büyük uluslararası bankalarına bağlı olanlardan) yabancı şirketlerin talebi üzerine ara sıra böyle işlemleri gerçekleştirdiklerine dair bilgi ortaya çıkmaya başlamıştır.

Araçların kendileri, yapısı ve kullanma şekli açısından daha karmaşık olup, dünya piyasalarında bile mali mühendisliğin bileşik araçlar sınıfına ait olup bankalara ve şirketlere faiz risklerini sigortalamaya izin verilmektedir. Söz konusu araçların küresel piyasalardaki durumuna bakalım. Uluslararası Ödemeler Bankasının verilerine göre vadeli faiz işlemlerin ortalama günlük cirosu 2004 yılında dünyada 5 trilyon ABD dolardan fazla idi (tabloya bakınız).

EK Tablo 2: Faiz Vadeli Piyasasının Dünyadaki Ortalama Günlük Cirosu (Nisan 2004 Yılı)

Araç	Günlük ciro, milyar dolar	Yüzde olarak payı
Borsa dışı araçlar,	1025	18,5
Bunların arasında:		
FRA işlemleri	233	4,2
Faiz swapları	621	11,2
Faiz opsiyonları	171	3,1
Borsa araçları (faizli ileri tarihli işlemler ve opsiyonlar)	4521	81,5
Toplam	5546	100

Kaynak: Bank for International Settlements, Triennial Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004 göre hesaplanmıştır.

Rusya’da bu piyasanın gelişimin çok erken aşamasında bulunduğunu anlayarak NVA (Ulusal Döviz Birliği) yine de durumun izlenmesini sıfırdan başlamak için faizli araçlar ile ilgili soruları ankete dâhil etmeye karar vermiştir.

Aşağıda bankaların cevapları yer almaktadır. Durumu netleştirmek için ilk iki soru normal bankalar arası kredilerin spot (kasa) piyasasına ayrılmıştır.

(1) Bankalar arası ruble ve döviz krediler piyasasında Rusya Merkez Bankası ile yapılan işlemler dâhil olmak üzere banka işlemlerinin ortalama günlük cirosu, 2005 yılı için (milyon ABD dolar)

Ortalama	Asgari	Azami
345	21,5	1000,0

(2) Bankaların akdettikleri bankalar arası kredi işlemlerinin vadeleri (maturity)

Vadeler (maturity)	Yüzde olarak payı
Spot öncesi: Overnight (O/N), Tomorrow-Next, Spot-Next	88,2
Spot- 1 ay	6,7
1 - 3 ay	3,6
3 - 6 ay	1,2
6 - 12 ay	0,3
12 aydan fazla	-
Toplam	100

Bankalar arası kredileme işlemlerin çoğu, aralarında en yaygın tabii ki “overnight” tipi kredinin olduğu bir günlük kredi şartlarında akdedildiğini görmekteyiz. Piyasada bir aylık ve hatta 3 aylık işlemleri görebiliriz fakat yarım yıldan uzun süre ile akdedilen işlemler yok denilecek kadar azdır. Bu durum Rusya para piyasasının kısa vadeli olduğunu bir kez daha kanıtlamaktadır; kısa vadeli niteliği bir taraftan bankaların pasiflerin kısa olmasına, diğer taraftan ise ikrazcı bankaların hissedilen kredi risklerine bağlıdır. Benzer durumu, kısa vadeli (3 aya kadar vade ile) işlemlerin cironun büyük payına sahip olan küresel para piyasalarında (örneğin, Londra piyasasında) da görebiliriz.

(3) Rusya bankalarının faize dayalı vadeli ürünlerin toplamında çeşitli faiz vadeli işlemlerin (uluslararası uygulamalarda kabul edilenlerin) payı

Araçlar	Yüzde olarak payı	Aracın mevcudiyeti (aracı kullanan bankaların yüzdesi)
Forward Bankalar arası Krediler (Forward Forward Loans)	43,7	22,2
Faiz swap işlemleri (Interest Rate Swap)	39,2	27,7
Forward Rate Agreement (FRA) tipi işlemler	10,4	11,1
Faiz opsiyonları (Interest Rate Options)	4,8	11,1
Faiz futures işlemleri (Interest Rate Futures)	1,9	5,5
Toplam	100	

Verilerin analizi, Rusya’da tezgâh üstü faiz işlem piyasasının mevcut olduğuna dair dikkatli neticeye varmamızı sağlamaktadır. Bu arada vadeli (forward) Bankalar arası Krediler (düzenleyiciler tarafından yapılan ciddi rezerv sınırlamaları nedeniyle dünya piyasalarında gelişmeyenler) ve faize dayalı swap işlemleri daha sık akdedilmektedir. Tablonun son sütunun analizi ilginç neticeleri ortaya çıkarmaktadır: burada ne kadar bankanın şu ya da bu aracı kullandıklarını göstermektedir yani araçların ne kadar yaygın olduğu gösterilmiştir. Netice aslında iç açıcı değildir – bankaların çoğu şu ya da bu faizli aracı kullanmaktadır fakat her araç bankaların en fazla dörtte biri tarafından kullanılmaktadır. Bu durum yukarıda belirtilen ve faiz işlem piyasasının gelişimin en erken aşamasında olduğunu, yani tamamlanmamış olduğunu ifade eden tezi kanıtlamaktadır.

(4) Bankaların faizli araçlar ile akdettikleri vadeli işlemlerin vadeleri (maturity)

Vadeler	Yüzde olarak payı
7 günden kısa	13,1
7 gün - 1 ay	9,4
1 - 3 ay	10,6
3 - 6 ay	3,1
6 - 12 ay	14,4
12 aydan uzun	49,4
Toplam	100

Bu araçlarda yer alan vadeler farklı dönemlere çok düzensiz şekilde dağılmıştır. Çoğu işlemlerin (yaklaşık %64) yarım yıldan uzun süre için akdedildiğini görmekteyiz ki itfa edilmesine kadar bayağı uzun vadeleri olan araçlar (borç senetlerin ihracı v.b.) ile ilgili faiz risklerinin sigortalanmasından bahsettiğimiz zaman gayet doğaldır.

(5) Faiz vadeli işlemlerin toplamında kendi ve müşterilere ait operasyonların payı

	Yüzde olarak payı
Kendi (kendi pozisyonu için)	53,9
Müşterilere ait (müşterilerin talebi üzerine, müşterilerin adına)	46,1
Toplam	100

Burada, piyasa genelinde işlemlerin kendi ve müşteri operasyonları ile arasında neredeyse yarı yarıya bölündüğünü görmekteyiz. Bu durum, gerek

bankaların, gerekse müşterilerin eşit şekilde uzun vadeli faiz risklerden korunmaya ilgi duyduklarını göstermektedir. Ancak bazı bankalar arasında cevaplar tam tersiydi: birileri sadece müşteri taleplerini gösterirken bazı bankalar sadece kendi menfaatlerini göstermişlerdir.

Faiz oranlı vadeli işlemlerin müşteriler tarafından ne kadar talep edildiği (5.1) sorusuna verilen yanıtlar bölünmüştür. Bazı bankalar (genelde batı bankalara bağlı olanlar) müşteriler tarafından bu araçlara taleplerin arttığını belirtmiştir: müşterilerin çoğu uzun vadeli ruble bazındaki finansmana ilgi duymaktadır ve bununla birlikte dalgalı oran için (örneğin, uzun vadeli senetlerin ihracında) paraları temin etmektedirler ve dalgalı ödemeleri sabit ödemeler ile değiştirmek için faiz swaplara ihtiyaç duymaktadırlar. Diğer bankalar bu tür işlemlere talep olmadığını söylemişlerdir.

(6) Bankaların, faiz işlemler akdedilmesi ile ilgili kararları alırken kılavuz edinerek hareket ettikleri amaçlar (veya ileride olası amaçlar)

Amaçlar	Yüzde olarak payı
Faiz risklerinden korunma (diğer araçlardaki pozisyonların kapatılması)	36,9
Kârı elde etmek (alım satım veya spekülasyon)	28,9
Banka likiditesini düzenlemek	24,2
Diğer (müşteri taleplerinin yerine getirilmesi)	10,0
Toplam	100

Burada cevaplar bölünmüştür, bu arada faiz risklerden korunma işlemlerin akdedilmesi esnasında kılavuz edinen amaçlar arasında birinci sıraya yerleşmiştir ki çok doğal durumdur.

(7) Bankaların vadeli faiz işlemleri gerçekleştirdikleri (gerçekleştirmeyi planladıkları veya müşteriler tarafından talep gördükleri) döviz birimleri

Döviz	Yüzde olarak payı
RUB	52,9
USD	35,3
EUR	11,8
Diğer	
Toplam	100

İşlemlerin döviz bazından söz ederken birinci sırada büyük fark ile Rusya rublesinin üstünlüğünü görmekteyiz. Bu durum şaşırtıcı değil çünkü Rusya'daki

bankaları ve onların müşterilerini risklerden korunma ulusal döviz bazında olanı ilgilendirmektedir; yine de USD büyük pay – üçte birinden fazlası ile ikinci sırada yer almaktadır (bu durum galiba çoğu Rus şirketlerin ve bankaların son yıllarda dış finansmanını dolar bazındaki euro tahvillerin ihracı suretiyle gerçekleştirdiklerinden kaynaklanmaktadır).

(8) Faiz vadeli işlem piyasasında bankaların karşı tarafları

Karşı taraflar	Yüzde olarak payı
Yerleşik olan bankalar, (yabancı finans enstitülerine bağlı olan bankalar dahil olmak üzere)	50,0
Rusya Federasyonunun sınırları dışındaki yerleşik olmayan bankalar	45,9
Rusya Federasyonu Merkez Bankası	2,4
Borsalar veya brokerler (organize alanlar)	1,7
Toplam	100

Bankaların karşı tarafları yaklaşık yarı yarıya yerleşik olanlara ve yerleşik olmayanlara bölünmüşlerdir. Ayrıca, organize alanlar (borsalar ve brokerler şahsında) payının yakın yıllarda Moskova Bankalar arası Döviz Borsasında, Rusya Ticaret Sisteminde yapılan faizli ileri tarihli işlemler cirosunun artması nedeniyle ve bazı büyük uluslararası aracı şirketlerin Rusya piyasasına olasılı çıkışı nedeniyle artması beklenmektedir.

Bankaların yabancı bankalar ile (veya borsalar ile) ruble bazında vadeli faiz işlemleri gerçekleştirip gerçekleştirmedikleri (9) sorusuna, cevap veren bankaların %22’i – evet, %37’i – hayır yanıtını vermişlerdir.

9.1. Yerleşik olmayan yabancı bankaların bulunduğu yerler

Avrupa	85,0
ABD (Kuzey Amerika)	15,0
Asya	-
Toplam	100

9.2. Vadeli faiz işlemlerin akdedildiği dövizler

Döviz	Yüzde olarak payı
RUB	15,0
USD	77,5
EUR	7,5

Faiz vadeli araçları ile yapılan sınır ötesi işlemler hakkındaki bu sorunun analizi birkaç neticeyi çıkarmaya müsaade etmektedir: birincisi, bankaların sadece

beşte biri yerleşik olmayanlar ile çalışmaktadır – ki bunlar hep aynı batı bankalara bağlı olanlardandır; ikincisi, yine Avrupa (önemli ölçüde Londra) ana yabancı merkezdir; üçüncüsü, işlemlerin büyük kısmı bu bankalar ile yabancı döviz (USD) bazında akdedilmektedir. Piyasadan gelen son veriler rubleye olan ilginin artmasında patlama yaşandığını göstermektedir ve bu durum yerleşik olanlar ve yerleşik olmayanlar arasında gerçekleştirilen bileşik faizli işlemlerde Rusya para birimi payının yakın zamanda artmasına neden olabilecektir.

Rusya'daki para piyasasının faiz vadeli ürünleri ile ilgili çıkarılabilecek ana neticeler aşağıdaki gibidir:

1. Faiz vadeli işlem piyasası Rusya'da neredeyse hiç gelişmemiştir (katılımcıların sınırlı sayısı, genel olarak – uluslararası bankalara bağlı olanlar);
2. Piyasa, faiz riskleri uzun vadeler için (1 yıldan fazla) sigortalamasında yeni araçlara ihtiyaç duymaktadır (genel olarak borsa dışı olanlarda);
3. Faiz vadeli işlem piyasa gelişimini döviz işlem piyasasını gibi aynı problemler engellemektedir: mevzuatın eksikliği (Rusya Federasyonu Medeni Kanunun 1062.maddesi faiz oranlarını dayanak varlık olarak kabul etmemektedir), vergi, muhasebe problemleri, tecrübe ve uzmanlık yetersizliği.

Bankalar İçin Diğer Vadeli Araçları / Other Bank Derivatives

Kredi kuruluşları için ana piyasalardaki (döviz ve para) vadeli araçların önemini anlayarak NVA (Ulusal Döviz Birliği) gene de araştırma çerçevesinde bankaların kullandıkları (döviz piyasasındaki miktarlarda olmasa bile) diğer vadeli araçlarına dikkatimizi çekmek gerekli görmüştür. Ve aşağıdaki sonuçları elde etmiştir:

Bankaların akdettikleri diğer dayanak varlıkların vadeli araçları (veya ilgi duyabilecekleri)	Talep sıralaması (0 – 5)
Hisse senetlere dayalı vadeli araçları (Equity Derivatives)	2,50
Bono vadeli araçları (Fixed Income Derivatives)	1,38
Mal vadeli araçları (Commodity Derivatives)	1,38
Kredi vadeli araçları (Credit Derivatives)	1,25
Diğer	

Birinci sırada hisse senetlere dayalı vadeli sözleşmeleri yer almaktadır ki son yıllardaki Rusya menkul kıymetler piyasasının büyük artışını dikkate alınırsa şaşırtıcı değildir. Eşit fakat çok yüksek olmayan önemi diğer dayanak varlıklar sınıfları

taşımaktadır: bono ve mal vadeli sözleşmeleri (burada müşteri taleplerin etkisi görülmektedir) ve son sırada kredi vadeli sözleşmeleri yer almaktadır (bu araçların piyasası Batı’da çok hızlı büyümektedir).