

T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE BİLİM DALI

VADELİ İŞLEMLER PİYASASI VE TÜRKİYE'DE GELİŞİM
SÜRECİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
Cemal Hakan ERKUT

Tez Danışmanı
Prof. Dr. Yurdakul ÇALDAĞ

Ankara – 2008

ÖNSÖZ

İnsan ihtiyaçları sınırsızdır ve bu ihtiyaçların hepsini insanın kendisinin üretmesi imkansızdır. Dolayısıyla bu ihtiyaçların karşılanması için başkalarının ihtiyaç duyduğu başka bir mal veya hizmet üretilmesi ve ihtiyaç duyulan mal veya hizmet karşılığında üretilen değerlerin bir kısmının karşı tarafa verilmesi gerekmektedir. Paranın bulunmasından önce bu değişim takas yoluyla yapılmaktaydı. Paranın bulunmasıyla birlikte değişimlerde mal ve hizmetlerin fiyatının oluşumu önem kazanmaya başladı.

İnsanlar ihtiyaç duydukları mal veya hizmetleri satın almak ve başkalarının ihtiyaç duydukları mal veya hizmetleri satmak için belirli zamanlarda, belirli yerlerde toplanmaya başlaması ile pazar kavramı oluştu. Pazarların gelişimi ile piyasalar ortaya çıkmıştır.

Piyasalar; alım satıma konu olan mal ve hizmetlerin niteliklerine göre döviz piyasası, hisse senedi piyasası gibi değişik isimler almaktadırlar. İşlemlerin gerçekleşme zamanına göre ise spot ve vadeli piyasalar olarak ikiye ayrılmaktadır.

Spot piyasalarda alım satıma konu olan mal veya hizmetin ödemesi ve teslimi hemen ya da çok kısa sürede gerçekleşmektedir, vadeli piyasalarda yapılan anlaşma gereği bu süre çok daha uzundur.

Vadeli piyasaların risk yönetimi, spekülasyon ve arbitraj amacıyla yurt dışında yaygın olarak kullanılmasına rağmen Türkiye’de çok fazla tanınmamaktadır. Ayrıca bu piyasaların geleceğe yönelik doğru fiyat tahminleri oluşmasını sağlamak, günümüz finansal koşullarında şirketler açısından etkin risk yönetimi sağlamak gibi faydaları bulunmaktadır. Bu nedenle araştırmamda bu konuyu seçmiş bulunmaktayım. Yaptığım çalışmanın ileride yapılacak çalışmalarda kaynak olarak kullanılmasını umarım.

Yaptığım çalışmada benden yardımlarını esirgemeyen danışmanım sayın Prof. Dr. Yurdakul Çaldağ'a teşekkürlerimi sunmak isterim. Ayrıca çalışmam boyunca beni hem maddi hem de manevi anlamda destekleyen aileme de teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER.....	iii
TABLolar.....	vi
ŞEKİLLER	vii
SİMGELER VE KISALTMALAR.....	viii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

VADELİ İŞLEM PİYASALARI

1.1.VADELİ İŞLEMLER PİYASALARI.....	3
1.2. VADELİ İŞLEMLER PİYASALARININ TARİHÇESİ.....	5
1.3. FİNANSAL VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİNİN ORTAYA ÇIKIŞI	7
1.4. VADELİ İŞLEMLER PİYASALARININ NİTELİKLERİ	9
1.4.1. Organize Borsa.....	9
1.4.2. Standart Sözleşmeler.....	12
1.4.3. Takas Merkezi.....	12
1.4.4. Teminatlar (Marj).....	15
1.4.5. Devir Hakkı ve Teslimat	18
1.5. VADELİ İŞLEMLER SÖZLEŞMESİNİN ASGARİ UNSURLARI	19
1.6. VADELİ İŞLEMLER PİYASALARINDA İŞLEM GÖREN SÖZLEŞMELER.....	20
1.6.1.Forward Sözleşmeleri:	20
1.6.1.1. Forward Sözleşmelerinin Özellikleri	21
1.6.2. Future Sözleşmeleri	22
1.6.2.1. Future Sözleşmelerinin Özellikleri	22
1.6.3. Opsiyon Sözleşmeleri	24
1.6.3.1.Opsiyon Çeşitleri	25
1.6.3.1.1. Alım Opsiyonu	26
1.6.3.1.2. Satım Opsiyonu	26

1.6.3.2. Future İa Farkları	27
1.6.3.3. Opsiyon Primi Ve Primi Etkileyen Unsurlar	28
1.7. VADELİ İŞLEMLERİN SAĞLADIĞI FAYDALAR	30
1.8. VADELİ İŞLEMLERİN KULLANIM NEDENLERİ	31
1.8.1 Risk Yönetimi	31
1.8.2. Spekülasyon	32
1.8.3. Arbitraj	33
1.9. VADELİ İŞLEMLERE İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR	33

İKİNCİ BÖLÜM

VADELİ İŞLEMLER PİYASASININ TÜRKİYE'DE GELİŞİM SÜRECİ

2.1. TÜRKİYE'DE VADELİ İŞLEM PİYASALARININ GELİŞİM SÜRECİ ...	36
2.2. İMKB VADELİ İŞLEMLER PİYASASI.....	38
2.2.1. Vadeli İşlemler Takas Merkezi	41
2.2.1.2. Takas Üyeliğine İlişkin Esaslar.....	41
2.2.1.2.1. Üyelik Türleri.....	42
2.2.1.2.2. Aracı Kuruluşların Üye Olma Şartları.....	42
2.2.2. Emirlerin Borsaya İletilmesi ve İşleme Sokulması	43
2.3. İSTANBUL ALTIN BORSASI VADELİ İŞLEMLER VE OPSİYON PİYASASI.....	44
2.3.1. İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler Ve Opsiyon Piyasası'na Üyelik	47
2.3.2. Takas Merkezi	48
2.3.3. Piyasada Alınabilecek Pozisyonlar	49
2.4. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI A.Ş.....	50
2.4.1. VOB da Genel İşleyiş Ve Kullanılan İşlem Sistemi.....	51
2.4.2. Teminatlandırma.....	55
2.4.2.1. İşlem Teminatları	55
2.4.2.2. İşlem Teminatı Olarak Kabul Edilebilecek Kıymetler.....	56
2.4.2.3. İşlem Teminatı Kompozisyonu.....	58
2.4.2.4. İşlem Teminatlarının Değerleme Katsayıları	59
2.4.2.5. İşlem Teminatlarının Değerlerinin Güncellenmesi	60

2.4.2.6. Nakit Teminatların Nemalandırılması.....	60
2.4.3. Pazarlar	61
2.4.4. Emirler	62
2.4.5. Piyasalar	65
2.4.6. Üyelik	65
2.4.6.1. Borsa Üyelik Şartları	66
2.4.6.3. Takas Üyeliği	69
2.4.6.3.1. Takas Üyelik Şartları.....	70
2.4.7. Takas Merkezi	71
2.4.7.1. Hesap Güncelleştirme İşlemleri.....	72
2.4.7.2. Pozisyon ve Teminat Aktarımı.....	73
2.4.8. Uzlaşma Fiyatı Komitesi	74
2.4.9. Garanti Fonu.....	75
2.4.9.1. Garanti Fonu Kullanım Esasları	77
2.4.9.2. Garanti Fonu Katkı Payı Tamamlama Yükümlülüğü	79
2.4.10. VOB' da İşlem Gören Sözleşmeler	80

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

UYGULAMA

3.1 UYGULAMA ÖRNEĞİ.....	93
SONUÇ	108
KAYNAKÇA	113
ÖZET.....	116
ABSTRACT	118

TABLolar

Tablo 1 : Teminat Kompozisyonu Tablosu	58
Tablo 2 : Teminat Değerleme Katsayıları Tablosu	59
Tablo 3 : Teminatların Değerlerinin Güncellenmesinde Kullanılan Fiyatlar Tablosu	60
Tablo 4 : Giriş Aidatları ve İlave İşlem Yetkisi Aidatları.....	67
Tablo 5 : Sabit Tutar Yöntemine Göre Hesaplanan Borsa Payları	68
Tablo 6 : Oransal Tutar Yöntemine Göre Hesaplanan Borsa Payları.....	68
Tablo 7 : Garanti Fonu Katkı Payı Hesaplanma Aralıkları.....	76
Tablo 8 : Garanti Fonuna Katkı Payı Olarak Kabul Edilen Kıymetler ve Değerleme Katsayıları	77

ŞEKİLLER

Şekil 1: VOB İşlem Hacminin Aylık Gelişimi.....	85
Şekil 2 : VOB Yıllık İşlem Hacminin Yıllar İtibariyle Gelişimi	85
Şekil 3 : Yıllar İtibariyle Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacmini Yüzdesel Dağılımı (Adet).....	86
Şekil 4: Dolar Kuru Grafiği.....	87
Şekil 5 :Yıllar İtibariyle Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacmini Yüzdesel Dağılımı (YTL)	88
Şekil 6 : İMKB - 100 Endeks Grafiği.....	89

SİMGELER VE KISALTMALAR

a.g.e.	: Adı Geçen Eser
A.Ş.	: Anonim Şirket
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
CBOT	: Chicago Bord Of Trade – Chicago Ticaret Kurulu
CME	: Chicago Mercantile Exchange – Chicago Ticaret Borsası
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
DTB	: Alman Vadeli İşlemler Borsası
EFT	: Elektronik Fon Transferi
EUREX	: Almanya - İsviçre Vadeli İşlemler Borsası
IMM	: International Money Market – Uluslar arası Para Borsası
İAB	: İstanbul Altın Borsası
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
s.	: Sayfa
SOFFEX	: İsviçre Opsiyon ve Finansal Vadeli İşlemler Borsası
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TVİS	: Takasbank Vadeli İşlem Sistemi
USD	: United State Dolar – Amerikan Doları
VOB	: Vadeli İşlem Ve Opsiyon Borsası
VOBİS	: Vadeli İşlem Ve Opsiyon Borsası İşlem Sistemi
VOBKE	: Vadeli İşlem Ve Opsiyon Borsası Kullanıcı Ekranı

GİRİŞ

1976 yılında Bretton Woods sistemi çökmüş, bu nedenle ülkeler paralarını ABD Doları karşısında dalgalanmaya bırakmışlardır. Bretton Woods sisteminin sona ermesiyle mal ve hizmet fiyatları, faiz oranları ve döviz kurlarında dalgalanmalar meydana gelmeye başlamış böylece, uluslar arası piyasalarda faiz, fiyat ve kur riskleri ortaya çıkmıştır.

Dünya para ve sermaye piyasalarında uluslar arası finansal ilişkilerin yoğunlaşması, iletişim teknolojisindeki yenilikler ve risk yönetimi giderek önem kazanması gibi nedenlerle, finansal piyasalarda hızlı bir değişim ve gelişme süreci yaşanmaktadır. Özellikle son yıllarda uluslar arası bankalar arasındaki yoğun rekabet, yeni ürünlerin yaratımını hızlandırmaktadır. Söz konusu gelişmeler, para ve sermaye piyasalarını hızla bütünleşmeye yöneltirken, değişkenliği de artırmaktadır. Bu değişkenleri sürekli ve anında, izleyebilme ihtiyacı ve bunu sağlayacak yeni teknolojilerin verdiği imkanlar finans teoriysen ve uygulayıcılarını, yeni finansal araçlar aramaya yöneltmiştir.

Özellikle 1980'li yıllardan itibaren yaygın bir şekilde uygulanan ve "türev ürünler" olarak adlandırılan bu araçların bir kısmı organize borsa çatısı altında işlem görürken bir kısmı da ürünün pazarlamasını yapan finansal kuruluş ve tüketicisi arasında tüketici ihtiyacına göre miktarı ve süresi belirlenerek yapılabilmektedir. Borsada işlem gören finansal türev ürünler arasında döviz, faiz ve endeks future ve opsiyonları en başta sayılabilir. Bu tür borsalar vadeli işlem borsaları olarak da nitelendirilmektedir.

Vadeli işlem piyasası, günümüzde dev bir finans endüstrisi konumuna gelmiştir. Bu piyasaların kurulmalarındaki en önemli amaç, piyasalarda karar alma süreçlerini olumsuz bir biçimde etkileyen fiyat riskinin azaltmaktır. Vadeli işlem piyasalarının etkin işlemesi durumunda piyasada işlem yapan

kuruluşlar ilgili ürüne ait arz ve talebin gelecekteki olası seyri hakkında bilgi edinme şansına sahip olabilecek ve yapacakları alım satımlarda sadece geçmiş fiyatları değil, gelecekteki fiyatları da dikkate alarak değerlendirme yapabileceklerdir.

Vadeli piyasaların önemli özelliklerinden biri de küçük tutarlarda ödenecek marjlarla büyük tutarlarda işlem yapabilme şansının tanınmasıdır. Bu kaldıraç imkanı piyasada pozisyon tutanlar için risk faktörünü arttırmakla beraber kullanıcısına yüksek kazanç imkanı da sağlayabilmektedir. Vadeli işlem sözleşmeleri, işlem yapılan vadede söz konusu ürüne ihtiyacı olan üyelerin, anlaşmayı bugünden yapmaları sayesinde fiyat artışlarına karşı korunmalarını sağlar. Diğer taraftan vadeli işlemler işlem yapılan ürünü fiziki olarak kullanacak tüketicilerin, gelecekte ihtiyaç duyacağı ürünü, zamanında teslim alarak, depolama maliyetinden kurtulmalarını sağlamaktadır. Bu sayede ödemenin işlem vadesinde yapılması sağlanarak, söz konusu ürün karşılığı ödenecek tutarın da teslimat zamanına kadar alternatif kullanımına imkan tanımaktadır.

Yaptığım bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde vadeli işlemler piyasası tanımlanmış ve bu piyasaların dünya ekonomisindeki gelişim süreci incelenmiştir ve vadeli işlem piyasalarında işlem gören araçlardan forward, future ve opsiyon incelenmiştir.

İkinci bölümde vadeli işlemler piyasasının Türkiye’de gelişim süreci incelenmiştir. Bu çerçevede İMKB Vadeli İşlemler Piyasası, İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası ile Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası’nın kuruluş ve işleyiş esasları incelenmiştir.

Üçüncü bölümde Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası’nın işlem saatleri, sözleşme büyüklükleri ve takas merkezi gibi unsurları dünyadaki bazı borsalarla karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Bir future sözleşmesinin muhasebe kayıtları gösterilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

VADELİ İŞLEM PİYASALARI

1.1.VADELİ İŞLEMLER PİYASALARI

Vadeli işlemler piyasası, en temel ifadesiyle vadeli işlem sözleşmelerinin alınıp satıldığı organize piyasalardır. Bu piyasada aracı üyeler vasıtasıyla herkes, borsa tarafından belirlenmiş miktar veya oranda teminat yatırarak vadeli alım veya satım yapabilir. Vadeli işlemler piyasasının iki önemli unsuru vadeli işlem borsası ile takas merkezidir (¹).

Piyasalarda işlemlerin gerçekleşmesi süreci öncelikle alıcı ve satıcı olarak tanımlanan tarafların işleme konu olan koşullarda anlaşmaya varmalarıyla başlar. Sürecin tamamlanabilmesi ve işlemin gerçekleşmesi için anlaşmanın taraflara yüklediği yükümlülüklerin yerine getirilmesi gerekir. Bu yükümlülük alıcı için parasal kaynağın, satıcı için ise anlaşmaya konu varlığın karşı tarafa teslimini ifade eder. Para ile varlığın karşılıklı olarak el değiştirdiği sürece takas adı verilir. Eğer takas tarafların anlaşmaya varmalarını takip eden kısa bir süre (en fazla 5 gün) içinde gerçekleşiyorsa söz konusu işleme spot işlem adı verilir. Spot işlemlerde satılan mal fiziki olarak teslim edilir, karşılığında ise mal bedeli tam ve eksiksiz olarak ödenir. Gazete bayiinden gazete almak, döviz büfesinden döviz satın almak veya fırından ekmek almak gibi günlük yaşantıda sık karşılaşılan olaylar spot işleme örnek olarak verilebilir. Takas daha uzun sürede gerçekleşiyorsa işlem vadeli işlem adını alır.

Vadeli işlemler, alıcı ve satıcının koşullar üzerinde anlaşmaya bugün vardıkları, ancak anlaşmanın kendilerine yüklediği yükümlülükleri yine kendilerinin belirlediği ileri bir tarihte yerine getirdikleri bir işlem türüdür.

¹ Yakup Ergincan, Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri Portföy Yönetiminde Kullanılan Ve Türkiye'de Uygulanabilirliği, Ankara: SPK, 1996, s.5.

Vadeli işlemlerin takasında anlaşmaya konu olan mal veya varlığın fiziki olarak getirilmesi zorunluluğu olmadığı gibi, kıymet bedeli tarafların anlaşmaya vardığı tarihte değil, takasın gerçekleşeceği tarihte ödenir. Yurtdışında yaygın olan “rain check” uygulaması vadeli işlemlere örnek olarak verilebilir. Bu uygulamada tüketici ilan edilen indirim tarihlerinde satıcıda almak istediği ürünü bulamazsa, satıcı tüketici adına bir “rain check” düzenler. Böylece tüketici yeni parti mal geldiğinde fiyat farklı olsa bile ürünü indirimli fiyattan alma hakkına kavuşur. Görüldüğü üzere satıcı ile tüketici (alıcı) belli bir malı, belli bir fiyattan almak ve satmak konusunda anlaşmıştır, ancak anlaşmaya ilişkin takas daha ileriki bir tarihte gerçekleşecektir. Bu bilgilerden sonra vadeli işlem sözleşmelerinin tanımı aşağıdaki gibi yapılabilir:

"Vadeli işlem, alıcı ile satıcının taraf olarak karşı karşıya gelerek anlaşmaya konu olan varlığın niteliklerini, fiyatını, miktarını ve işleme ait takasın ne zaman gerçekleşeceğini belirledikleri bir sözleşmedir"

Vadeli piyasada spot işlemin tersi yapılmakla dönüşü olmayan bir adım atılmış olur. Spot piyasada alım yapan bir satıcının riskini dengelemek ve zarardan kurtulmak için vadeli piyasada aynı anda aynı fiyatla satış yapmış olması gerekmektedir. Ancak bu durumda fiyatlar yükselirse elde edebileceği olası kardan yoksun kalmış olacaktır. Eğer dengeleme işlemi seçmeli piyasada yapılırsa, fiyat yükseldiği takdirde yatırımcı opsiyon hakkını kullanmaz ve sadece opsiyon bedeli kadar bir zararla, daha büyük bir kazancı kurtarabilir⁽²⁾.

Vadeli işlem piyasalarının bulunmadığı ülkelerde, yatırımcılar sahip oldukları varlıkların değerini etkileyebilecek yeni bir bilgi edindiklerinde portföy pozisyonlarını değiştirmek için sadece spot piyasaları kullanabilmektedirler. Bu durumda pozisyonlarını değiştiren yatırımcılar açık ya da kapalı işlem maliyetleri ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu nedenle

² Muharrem Karslı, Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, İstanbul: İrfan Yayıncılık, 1994, s.236.

yatırımcılar bu işlemleri hızlı ve kolay bir şekilde yapabilecekleri bir piyasaya ihtiyaç duymaktadırlar. Yatırımcıların bu ihtiyacı vadeli işlemler piyasaları aracılığı ile karşılanmaktadır. Vadeli işlemler piyasaları yatırımcıların yeni bir bilgi edindiklerinde portföylerinin riskini değiştirebilecekleri piyasalardır. Ayrıca bu piyasalar katlanılmak zorunda kalınan saklama, sigortalama ve finansman maliyetlerini en aza indirmektedir.

Etkin çalışan vadeli işlemler piyasalarının varlığı, ekonomide üretim ve yatırım kararlarının daha rasyonel alınmasında ve optimum kaynak dağılımının sağlanmasında etkili olabilmektedir.

Yatırımcıların yatırım amaçlarına işlerlik kazandırmak için, en etkin piyasa olduğunu düşündükleri piyasa, fiyatların yeni ekonomik bilgileri yansıtacak şekilde belirlendiği piyasalardır. Tabi ki bu piyasa, fiyat oluşumunun en etkin olduğu piyasadır. Vadeli işlem piyasalarında portföy pozisyonunu değiştirmek daha kolay ve daha az maliyetli olduğu için, yatırımcılar yeni bilginin spot piyasayı nasıl etkileyeceğine dair toplu olarak mesaj verdikleri piyasa vadeli işlemler piyasaları olmaktadır.³

1.2. VADELİ İŞLEMLER PİYASALARININ TARİHÇESİ

Vadeli işlemlerin tarihi güçlü bir ekonomiye sahip eski Yunan, Roma ve Bizans medeniyetlerine kadar dayanır. Roma imparatorluğunun çöküşü ile birlikte Avrupa'da başlayan feodal yapılanma içerisinde Venedik, Floransa, Cenova ve Milan'ın yer aldığı Kuzey İtalya bölgesi ile bugünkü Hollanda ve Belçika'nın yer aldığı Kuzey Avrupa'da ki Flanders bölgesi 12. yüzyılda ekonomik yönden öne çıkmayı başarmış ve özellikle doğu ile olan ticarete birbirleriyle rekabet eder duruma gelmişlerdir. Söz konusu dönemde değişik ürünlerin ticaretini kolaylaştırmak için alıcı ve satıcının buluşturulduğu ticaret fuarları düzenlenmekteydi. Bu fuarlarda spot işlemlerin yanı sıra lettre de

³ Muharrem Karslı, **a.g.e** , s.236.

faire adı verilen ve malın ileriki bir tarihte teslimatını düzenleyen vadeli sözleşmeler de yapılıyordu. Bu sözleşmeler sayesinde tüm ürününü fuara getirmesi imkânsız olan tüccarlar, ürününü tanınmış bir tüccara depolattırıyor ve fuarda küçük bir numune ile depolama belgesi yardımıyla tüm ürününü satabiliyordu.

Bilinen ilk vadeli işlem sözleşmesinin bundan yaklaşık 2500 yıl önce bir kış mevsiminde bahardaki zeytin hasatı için eski yunanlı Miletli Thales tarafından yapıldığı Aristo'nun yazılarından anlaşılmaktadır.⁴

Bugün ki anlamda, organize borsalarda işlem gören vadeli işlem sözleşmelerine benzer ilk uygulama, 1697 yılında Japonya'da ortaya çıkmıştır. Japon feodal sisteminde toprak sahipleri, pirinç üretimlerini teminat göstererek, ekonomide para gibi kabul gören alındı sertifikaları (certificates of receipt) çıkarmışlardır. Pirinç fiyatlarındaki oynamalara göre sertifikaların değerlerinin değiştiği gözlenince, spekülâtörler ile birlikte ilk vadeli işlem piyasası “ Dojima Pirinç Piyasası “ oluşmuştur. Ancak bu sertifikalar, fiziki pirinç teslimatına izin vermediğinden, zamanla pirinç spot piyasasında oluşan fiyatlarla vadeli piyasada oluşan fiyatların ilişkisi kopmuş ve aşırı spekülâtif bir hale gelmiştir. Bunun sonucunda 18. yüzyılda vadeli işlemler, bir süre için Japon hükümetince yasaklanmıştır. Vadeli işlemlere daha sonra fiziki teslimata izin verilen ve günümüz uygulamalarına benzer kurallar içeren daha sıkı düzenlemeler ile tekrar başlanmıştır.⁵

Amerika Birleşik Devletleri'nde 19. yüzyılda gelişen sanayinin de etkisiyle çiftçilerin üretim kapasitelerinin artması, ulaştırma ve iletişim alanlarında yaşanan gelişmeler, yerel pazarların uluslar arası pazarlara doğru genişlemesini sağlamıştır. Bu dönemde taşımacılık ve ticaretin merkezi Chicago şehriydi. Çiftçiler ve sanayiciler, ürünlerini ve mallarını ülke içi ve

⁴ III. Sermaye Piyasaları Arenası Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Risk Yönetimi 3 Şubat 2005 İzmir

⁵ İbrahim Ergün, “Vadeli İşlemler Piyasası ve Bu Piyasada İşlem Yapan Broker’lerin Eğitim Süreci”, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2003, s.4.

dışına pazarlamak için Chicago'ya getirmektedirler. 1830'lar da, henüz tren yollarının inşa edilmediği ve altyapının yetersiz kaldığı (buğday siloları gibi) bir ortamda, hasat zamanı ürünlerini aynı anda Chicago'ya getirmek zorunda kalan çiftçiler arz fazlası sorunu ile karşı karşıya kalıyorlardı. Bu sorundan kaçınmak isteyen kurumsallaşmış çiftçiler ürünlerini önceden satmaya başladılar. Böylece çiftçinin fiyat riski alıcıya devredilmiş oldu. Gelecekte ürün teslimatını garantiye almaktan çok fiyat değişimlerinden yararlanmak isteyen spekülörlerin de ortaya çıkmasıyla, çiftçilerin fiyat riskini taşıyacak bir grup daha oluşmuş oldu. Forward işlemlerde taraflardan birinin taahhüdünü yerine getirmeme riski her zaman söz konusuydu. Ayrıca ürünün kalitesinin standart olmaması belirsizlik ortamı yaratmaktaydı. Bu riskleri ortadan kaldırmak ve karşılaşılan sorunları çözmek amacıyla, 1848 yılında, tahıl üreticileri bir araya gelerek organize bir borsada vadeli işlemleri gerçekleştirmek için Chicago Ticaret Kurulu'nu (Chicago Board of Trade – CBOT) kurdular. CBOT de ilk vadeli işlem sözleşmesi 1851 yılında kayıtlara geçmiştir. 1865 yılına kadar da future işlemlerinin standartlaşmasına yönelik çalışmalar tamamlanarak tarımsal vadeli işlem sözleşmelerinin kuralları belirlenmiştir. Yumurta ve diğer çiftlik ürünlerinin alınıp satıldığı Chicago Produce Exchange 1874 yılında, ilerideki yıllarda ilk finansal vadeli işlem ürünlerini piyasaya sürecekt olan Chicago Ticaret Borsası (Chicago Mercantile Exchange – CME) ise 1919 yılında kurulmuştur.⁶

1.3. FİNANSAL VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİNİN ORTAYA ÇIKIŞI

Finansal piyasalarda 1970 öncesi uygulanan Keynesyen para politikaları gereği faiz sabit tutulup para arzının değişmesine izin verildiğinden faiz açısından herhangi bir belirsizlik söz konusu değildi. Ancak Bretton Woods anlaşmasının 1971 yılında sona erdirilmesiyle birlikte döviz kurunun değeri de diğer mal ve kıymetler gibi piyasada oluşan arz talep tarafından belirlenmeye başladı. 1970 sonrası Keynesyen politikalar bırakılıp para arzı

⁶(Erişim) <http://www.vadeli.freeservers.com/tarihçe.htm>, 25 Kasım 2006

kontrol edilmeye başlanınca faiz oranları da serbest bırakıldı. Bu gelişmeler finansal piyasalarda işlem gören kıymetlerin gelecekte alacağı değerleri belirsiz hale getirdiği için finansal vadeli işlemler ortaya çıkmıştır.

Bretton Woods sisteminin fiilen sona ermesinin ardından oluşan kur ve faiz dalgalanmaları, riskten korunma ihtiyacı doğurmuştur. Bu ihtiyacı karşılamak üzere, 1972 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde, Chicago Ticaret Borsası (Chicago Mercantile Exchange – CME) tarafından, yedi yabancı para birimi için düzenlenen vadeli işlem sözleşmelerinin işlem göreceği bir piyasa olan, Uluslar Arası Para Piyasası (IMM) kurulmuştur. Böylece ilk finansal vadeli işlemler başlamıştır. Bu gelişmeyi takiben, giderek artan ihtiyaçları karşılamak üzere Chicago Ticaret Kurulu (CBOT), faiz oranlarına dayalı vadeli işlem sözleşmelerini hazırlamıştır.⁷

Faiz oranına dayalı ilk sözleşme, 20 Ekim 1975 tarihinde, %8 faizli ve doğrudan – geçişli sertifikalar üzerine yazılarak, CBOT' da açılan pazarda işleme sunulmuştur.

Diğer taraftan hisse senetleri endeksine bağlı vadeli işlem sözleşmeleri, büyük hisse senedi portföyleri sahibi kişi ve kurumların hisse senedi fiyat riskinden korunma ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla, ilk olarak 1982 yılında Kansas Şehri Ticaret Kurulu (Kansas City Board of Trade) tarafından, Value Line Bileşik Endeksi temel alınarak hazırlanıp işleme sunulmuştur. Aynı yıl CME, S&P 500 Endeksi'ne bağlı vadeli işlem sözleşmesini piyasaya sürerken, New York Future Excahge tarafından hazırlanan NTSE endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmesi pazarı açılmıştır. Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin içinde günümüzde işlem hacmi en fazla olanları S&P 100 ve S&P 500 endeksleri üzerine yazılan vadeli işlem sözleşmeleridir.

⁷ Ergün, a.g.e., s.6.

1.4. VADELİ İŞLEMLER PİYASALARININ NİTELİKLERİ

Vadeli işlemler piyasalarının temel nitelikleri aşağıda sıralanmıştır:

- Organize borsa
- Standart sözleşmeler
- Takas odası
- Marj
- Devir hakkı ve teslimat

1.4.1. Organize Borsa

Vadeli işlemler organize borsalarda gerçekleştirilmektedir. Borsaların asli görevi vadeli işlemler piyasasında gerçekleştirilen işlemlerin güven içersinde ve rekabet ortamında yapılmasını sağlamaktır.

Borsalarda üye firmalar ve üyelik hakkı almış bireyler alım satım yapabilmektedirler. Üyelik hakkı kiralanabilmekte veya satılabilmektedir. Üyeler ayrıca denetim, halkla ilişkiler ve idari konularla ilgili komitelerde görev almaktadırlar. İşlem hacmini büyütmek isteyen bazı borsalar üye olmayanlara da sözleşme yapabilme izni veren özel lisanslar oluşturmuşlardır.

Vadeli işlemler borsalarında gerek korunma gerekse yatırım amacıyla işlem yapmak isteyenlere her türlü hizmeti vermek üzere aracı kurumlar faaliyet gösterir.⁸ Vadeli işlemler piyasalarında işlem yapabilmek için borsa üyesi bir aracı kurum nezdinde hesap açtırılması gereklidir.

Vadeli işlemler borsalarında takas üyeleri ve takas üyesi olmayan üyeler olmak üzere iki tip üyelik vardır.

⁸ Türev Araçlar Lisanslama Rehberi Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Mart 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/turev_araclar_kilavuzu.pdf, 25 Ekim 2007, s. 33.

Takas üyeleri borsada gerçekleştirdikleri tüm işlemlerin takasını yapabilirler. Takas üyeleri kendi nam ve hesaplarına, müşteri nam ve hesabına, kendi namına ve müşteri hesabına işlemlere aracılık yapabilirler. Takas üyelerini borsalarda tanımlandıkları statülerine göre üç gruba ayırmak mümkündür.⁹

- Sadece kendisi adına ve müşterileri adına işlemlerin takasını yapan doğrudan takas üyeleri,
- Borsada alım satım aracılık etmeyip sadece başka kurumların yapmış oldukları alım satım işlemlerinin takasını gerçekleştiren bağımsız takas üyeleri,
- Hem borsada kendi ve müşterileri için işlem yapan ve aynı zamanda diğer aracı üyelerin de yapmış olduğu işlemlerin takasını gerçekleştiren genel takas üyeleri.

Takas üyesi olmayan borsa üyeleri borsada işlem yapabilmek için takas üyesi olan bir üye ile anlaşma yapmak zorundadırlar. Takas üyeleri diğer üyeler tarafından yapılan işlemlerin takasını komisyon karşılığında yapmaktadırlar.

Vadeli işlem borsalarında işlemler iki farklı yöntemle yapılmaktadır. Birincisi vadeli işlem borsalarının kuruluşundan beri uygulanan sesli müzayede sistemi, diğeri ise teknolojik gelişmeler sonucu uygulamaya geçen elektronik alım satım sistemidir

Borsa üyelerinin korbey* veya pit olarak adlandırılan fiziki bir mekânda alım satımlarını yüz yüze sesli olarak yapmaları sesli müzayede

⁹ Türev Araçlar Lisanslama Rehberi Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Mart 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/turev_araclar_kilavuzu.pdf, 25 Ekim 2007, s. 33 – 34

* Korbey sesli müzayede sistemi ile alım satım yapılan borsalarda tarafların bir araya geldikleri altıgen çukur alana denir.

sistemi olarak adlandırılır.¹⁰ Bu sistemleri kullanan borsalarda, her bir sözleşme için ayrı bir korbey mevcuttur. Belirlenen işlem saatlerinde binlerce borsa üyesi bir araya gelir, müşterilerden gelen emirler korbey içerisinde görevli işlemcilerle iletilir. İşlemciler aldıkları emirleri, sözlü olarak veya işaretlerle açıklar ve almak veya satmak isteyen diğer üyelerin emirlerini kabul ederek işlemi gerçekleştirir. Gerçekleştirilen işlemler operasyon merkezince sisteme girilerek kısa süre içerisinde kayıt altına alınır.

1993 yılından itibaren borsalarda salonda sesli müzayede sistemi terk edilerek uzaktan erişim kolaylığı sağlayan elektronik ortama geçiş yaşanmaktadır.¹¹ İşlemleri hızlandırması ve maliyetleri azaltması nedeniyle elektronik sistemler hızla yayılmaktadır. Elektronik sistemlere uzaktan erişim imkanı da bulunmaktadır. Bu sayede üyeler ofislerinden veya evlerinden dünyanın neresinde olurlarsa olsun emirlerini iletebilmekte, piyasa ve hesap bilgilerine ulaşabilmektedir.

Dünyada vadeli işlemler borsalarını sahiplik yapıları itibarıyla kooperatif borsalar ve özel borsalar olarak iki gruba ayırmak mümkündür.

Kooperatif borsalar üyeler tarafından kurulur ve yönetilir. Kooperatif borsaların kar amacı yoktur ve borsanın işlemlerden alacağı komisyonların düzeyi masrafları karşılayacak şekilde belirlenir.

Kooperatif borsalar halen varlığını sürdürmektedir ancak son yıllarda özel borsalar da kurulmaya başlamıştır. Bununla birlikte, kooperatif borsalar kar amaçlı özel borsalara dönüşmektedir. Chicago Board of Trade (CBOT) ve Chicago Mercantile Exchange (CME) bu yönde yapısal değişikliğe gitmişlerdir. Değişen şartlara daha iyi uyum sağlama ve piyasanın

¹⁰ Türev Araçlar Lisanslama Rehberi Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Mart 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/turev_araclar_kilavuzu.pdf, 25 Ekim 2007, s. 30.

¹¹ (Erişim) <http://www.vadeli.freeservers.com/nitelikler.htm>, 25 Kasım 2006

beklentilerini etkin bir şekilde karşılama gibi hususlar kooperatif yapıların terk edilmesinin arkasında yatan neden olarak ortaya çıkmaktadır.¹²

Son yıllarda borsalar arasında yaşanan yoğun rekabet, borsalar arası birleşmelere yol açmıştır. Örneğin Alman Vadeli İşlemler Borsası (DTB) ile İsviçre Borsası SOFFEX birleşerek EUREX' i kurmuşlardır.¹³

1.4.2. Standart Sözleşmeler

Vadeli işlemler piyasalarında standart sözleşmeler kullanılmaktadır. Her bir sözleşmede malın miktarı, cinsi, tam tarifi, teslim tarihi belirtilmektedir. Teslim tarihlerini her borsa kendi yapısına göre belirlemektedir.

Örneğin IMM' nin vadeli altın sözleşmeleri için belirlediği teslim ayları Mart, Haziran, Eylül ve Aralık iken VOB sözleşmelerinde teslim ayları Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralıktır.¹⁴

Diğer bir standart ise fiyat artırımına ait olan standarttır. Her bir sözleşme fiyatı ancak belirlenmiş miktarlarda arttırılıp eksiltilebilmektedir. Bu minimum fiyat hareketine fiyat aralığı adı verilmektedir.

1.4.3. Takas Merkezi

Vadeli işlemler piyasasında alıcı ve satıcılar birbirlerini tanımak zorunda değildir. Tarafların birbirlerine olan yükümlülüklerinin yerine getirileceğini, borsa takas merkezi garanti eder.

¹² Türev Araçlar Lisanslama Rehberi Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Mart 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/turev_araclar_kilavuzu.pdf, 25 Ekim 2007, s. 29.

¹³ Türev Araçlar Lisanslama Rehberi Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Mart 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/turev_araclar_kilavuzu.pdf, 25 Ekim 2007, s. 29.

¹⁴ (Erişim) <http://www.vadeli.freeservers.com/nitelikler.htm>, 25 Kasım 2006

Takas merkezi, borsada alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında alıcı konumuna geçerek piyasa katılımcılarının hak ve yükümlülüklerini teminat altına alan, gerçekleşen işlemler sonucu oluşan ödeme ve teslimat yükümlülüklerinin zamanında yapılmasını sağlayan ve risklerin takibi, kontrolü ve teminatların tesisini sağlamakla görevli merkezdir.¹⁵

Vadeli işlemler piyasalarının en önemli kurumlarından biri takas merkezidir. Takas merkezinin görevi tüm vadeli işlemleri karşılaştırmak, işlemlerin finansal olarak doğruluğunu kontrol etmek ve teslimat için gerekli koşulları sağlamaktır. Vadeli işlemler piyasalarında tüm kontrat alım ve satımları takas merkezi üstünden yürütülür. Keza tüm teminatlar takas merkezine yatırılır ve kontratlarla ilgili kayıtlar burada tutulur. Takas merkezinin asıl görevi vadeli işlemlerin düzgün biçimde yürütülmesini sağlamak ve piyasa oyuncularından birinin yükümlülüklerini yerine getirememesi halinde garantör olarak devreye girmektir.¹⁶

Takas merkezi alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı pozisyonundadır. Taraflardan birinin yükümlülüğünü yerine getirememesi durumunda takas merkezi bu yükümlülüğü üstlenmektedir. Örneğin bir taraf mal teslim edemezse takas odası otomatik olarak devreye girer ve gerektiğinde spot piyasadan mal temin ederek mal teslimatı bekleyen tarafın talebini gecikme olmadan yerine getirir. Mal tesliminde yükümlülüklerini yerine getiremeyenlere karşı kanuni işlemler de daha sonra takas odasına bağlı avukatlarca yürütülür. Böylece mal teslimatı bekleyen taraf, sistemde bir aksama olduğunda kanuni sürece girmeden (ve muhtemelen bir problem olduğunu dahi bilmeden) malını beklediği zamanda alabilir.

¹⁵ Türev Araçlar Lisanslama Rehberi Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Mart 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/turev_araclar_kilavuzu.pdf, 25 Ekim 2007, s. 31.

¹⁶ Ümit Erol, Futures Piyasaları: Teori ve Pratik, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği, 1994, s.20.

Takas merkezinin örgütlenmesinde iki yaklaşım bulunmaktadır:

1- Takas merkezi ilgili borsanın bir bölümüdür. Tüm borsa üyeleri aynı zamanda Takas merkezinin üyesidirler. ABD ' de yaygın olan bu uygulamada Takas merkezinin finansal gücü üyelerinin toplam finansal gücü ile sınırlıdır. Örneğin CME borsa bünyesinde oluşturulmuş bir takas merkezi kullanmaktadır.¹⁷

2- Takas merkezi borsadan ayrı olarak da örgütlenebilmektedir. Borsa üyeleri aynı zamanda takas merkezi üyesi değildirler. Büyük şirketler, finansal kurumlar ve borsa üyelerinden bazıları takas merkezine üye olabilmektedirler. İngiltere'deki London Clearing House bu tip örgütlenmeye örnek olarak gösterilebilir.

Takas merkezi kamu denetiminde, özel nitelikli ve kâr amacı gütmeyen bir kuruluştur. Üyeleri genellikle büyük aracı kurum ve bankalardan oluşur. Üyelik belli miktarda kapital koymayı gerektirir. Takas merkezi üye olmanın avantajları arasında prestij unsurunu ve o vadeli işlemler borsasında marjın koymadan oynama hakkını sayabiliriz. Ayrıca takas merkezi üyeleri, genelde kendileri de o piyasanın önemli oyuncularındır, vadeli işlemler piyasasına gelen emirleri ilk elden görme avantajına sahiptir. Bu avantajlara karşılık kapitallerini bir kriz durumunda risk etme durumundadırlar.¹⁸

Takas merkezinin bu görevlerini yerine getirebilmesi için teminat sistemi oluşturulmuştur. Borsada işlem yapmak isteyen katılımcılar belirli miktardaki teminatları aracı kurumlar aracılığı ile takas kurumuna yatırmak zorundadırlar. Ayrıca risk dağıtım yetkisi sayesinde Takas Merkezi diğer üyelerden yükümlülüğünü yerine getiremeyen üyenin yükümlülüğünü de

¹⁷ Türev Araçlar Lisanslama Rehberi Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Mart 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/turev_araclar_kilavuzu.pdf, 25 Ekim 2007, s. 29.

¹⁸ Erol, a.g.e. , s.20.

üstlenmelerini isteme hakkına sahiptir. Risk dağıtımı üyelerin işlem hacmine ve kapatılmamış pozisyonlarına göre gerçekleştirilmektedir.

1.4.4. Teminatlar (Marj)

Vadeli işlemler piyasalarının güvenliğini sağlayan unsurlardan biri de teminat uygulamasıdır. Vadeli işlemlerde gerçekleştirilen her işlem için belirli bir teminat yatırma zorunluluğu vardır. Vadeli işlem sözleşmesi alan kişi kendi aracı kurumuna, aracı kurumda takas merkezine sözleşme başına teminat yatırmak zorundadır.

Yatırılan ilk teminata başlangıç teminatı ismi verilmektedir. Vadeli işlemler piyasalarında kontrat alıp satmak isteyen kişi başlangıç teminatı yatırmak zorundadır. Örneğin 395 dolar futures fiyatından altın Ekim kontratı satın almak isteyen kişi kontrat bitiminde mal teslim almak için gerekli olan toplam bedeli ($395 \times 100 = 39500$ dolar) değil fakat bu bedelin yaklaşık % 10 u kadar bir bedeli örneğin 3000 doları yatırarak pozisyon açar. Başlangıç teminatı denen bu miktar, bu kişinin 15 Temmuzdan (teminatı yatırdığımız gün) başlayarak Ekim altın kontratını kontrol etmesini sağlayacaktır. Aynı şey satış kontratları için de geçerlidir. Nitekim pozisyon açmak için gerekli başlangıç teminatı (örneğimizde 3000 dolar) alış ya da satış kontratları için aynıdır. Başlangıç teminatı bir ön ödemeden ziyade kaporadır. Vadeli işlemler gelecekte yerine getirilecek taahhütleri içerdiği için pozisyon açan kişi başlangıç teminatı yatırarak gelecekteki taahhütlerine ilişkin parasal bir garanti vermektedir.¹⁹

Ayrıca sürdürme teminatı olarak isimlendirilen ikinci bir teminat daha bulunmaktadır. Yatırımcının hesabındaki öz sermaye fiyat düşüşleri nedeniyle fiyat değişimine eşit miktarda azalmakta; fiyat yükselişleri nedeniyle de değişim miktarı kadar artmaktadır. Bu duruma günlük ayarlama

¹⁹ Erol, **a.g.e.**, s.15.

denilmektedir. Fiyat düşüşleri sonucu yatırımcının ödemiş olduğu teminat, sürdürme teminatı düzeyinin altına inerse, takas merkezi yatırımcıya teminat tamamlama çağrısında bulunarak, yatırmış olduğu teminatı başlangıç teminatı düzeyine yükseltilmesini isteyecektir.

Az önce verilen örnekten devam edilirse; Ekim altın kontratı fiyatının 15 temmuzdan başlayarak beş gün için gelişimi şöyledir:

15 Tem	16 Tem	17 Tem	18 Tem	19 Tem
395	398	402	394	390

Örnekteki kişinin 15 temmuzda bir altın kontratına 3000 dolar başlangıç teminatı yatırarak, onsu 395 dolardan piyasaya alıcı olarak girdiği varsayılmaktadır. 16 Temmuz itibarıyla Ekim altın kontratının fiyatı 398 dolara çıkınca bu kişi bir günde ons başına 3 dolar ve bir altın kontratı 100 ons karşılığı yapıldığı için toplam 300 dolar kazanç sağlayacaktır. Vadeli işlemler piyasasında oluşan kârlar eğer istenirse karın olduğu günün akşamı aracı kurumda bulunan müşteri hesabından çekilebilir. Buna karşın başlangıç teminatı pozisyon kapatılıncaya kadar geri alınamaz. Ertesi gün (17 Temmuz) altın kontrat fiyatı 402 dolara çıkarsa o gün (17 Temmuz) için ons başına 4 dolar daha ($402-398 = 4$ dolar) ya da toplam olarak 400 dolar ek kâr sağlanmış olur. Eğer 16 temmuzda kazanç tahsil edilmeyip aracı kurumda bırakıldıysa, 17 temmuz akşamı aracı kurum nezdinde 700 dolarlık istenildiği an tahsil edilebilir tutar var demektir.²⁰

18 temmuzda piyasa birdenbire dönmüş ve altın kontrat fiyatını 394 dolara düşmüştür. Bu durumda aracı kurum ons başına 8 dolar ve toplam olarak 800 dolar ek teminat isteyecektir. İlk gün oluşan karın hesaptan çekilmediği varsayılırsa, oluşan 700 dolarlık kar kaybedildiği gibi ek olarak 100 dolar daha aracı kuruma yatırması gerekmektedir. Eğer bu ek miktarı

²⁰ Erol, **a.g.e.**, s.16.

yatırılmazsa, aracı kurum otomatik olarak kontratı o an geçerli olan fiyattan satarak pozisyonu kapayacaktır. Örnek de sürdürme teminatı tutarı 18 temmuz seans bitiminde 800 dolardır. 19 temmuzda fiyatın 390 dolara düşmesi sonucu ons başına 4 dolar ya da toplam 400 dolar daha sürdürme teminatı yatırması gerekmektedir.

Başlangıç teminat miktarı sözleşme değerinin % 2–10' u arasında değişmektedir. Sürdürme teminatı genellikle başlangıç teminatının % 75 'i kadardır. Teminat bankaya yatırılmış nakit para, banka teminat mektubu veya kısa vadeli hazine bonosu cinsinden olabilmektedir.²¹

Yatırılan teminat tutarının, sözleşme değerine göre oldukça düşük olması sayesinde az miktarda bir yatırımla çok daha büyük miktarda değere sahip vadeli işlem sözleşmesine sahip olunabilmektedir. Sözleşme bedelinin % 2–10 'u değerinde bir teminatla ürün getirisinin % 100'üne sahip olunabilmektedir. Bu yüksek kaldıraç oranı vadeli işlem piyasalarına olan ilgiyi arttırmaktadır.

Teminat uygulamasıyla yatırımcılar arasında bir ön eleme yapılmakta, böylece piyasa riski azaltılmaktadır. Teminat tutarının yüksek olması durumunda bu teminatı ödeyememe riski artacağı için sadece bu riski üstlenebilecek olan yatırımcılar piyasaya girmektedirler. Bu tutar arttıkça yükselen maliyetler nedeniyle daha az yatırımcı vadeli işlem piyasalarına girmektedir. Eğer gerekenden daha düşük bir teminat oranı uygulanırsa ters fiyat hareketlerinin karşılanamaması riski ortaya çıkacaktır. Yüksek teminat oranı uygulanmasının piyasadaki dalgalanmayı azalttığına dair kesin veri elde edilememiştir. Düşük teminat oranı ise spekülatif pozisyon almaya olanak verdiği için fiyat dalgalanmalarının artmasına neden olabilmektedir. Teminat hesabı sayesinde taraflardan zarara giren yükümlülüğünü yerine getiremese bile karşı tarafın hesabında kazancı kadar fon birikimi

²¹ (Erişim) <http://www.vadeli.freeservers.com/nitelikler.htm>, 25 Kasım 2006

sağlanmaktadır. Bu açıdan başlangıç teminatı miktarının sistemin güven içinde yürümesini sağlayacak bir düzeyde olması önemlidir.

Takas merkezinde ki mevcut toplam teminat miktarının, çok sayıda oyuncunun yükümlüklerini yerine getiremediği genel bir kriz anında yetersiz kalması halinde takas merkezi üyelerinin taahhüt ettikleri kapital ve banka teminatları devreye girecektir. Sorun bu boyutu da aşarsa takas merkezinin ve onunla ilişkili vadeli işlemler borsasının iflası gündeme gelir. Takas merkezlerinin iflası sık görülmemekle birlikte bunun bazı istisnalarını dayanmıştır. A.B.D. 1987 deki ünlü 19 Ekim krizinde bazı takas odaları iflasın eşiğine gelmiş ancak A.B.D Merkez Bankasının yoğun desteğiyle tehlikeyi atlatabilmiştir. 1974 yılında Paris Vadeli İşlemler Piyasalarının takas merkezi olan “Bourse de Commerce de Paris” iflas etmiştir. Benzer bir olay 1987 de Hong-Kong da yaşanmıştır.²² Ancak takas merkezlerinin riski yüksek bir alanda çalıştıkları düşünüldüğünde genel olarak başarılı oldukları kabul edilmelidir.

1.4.5. Devir Hakkı ve Teslimat

Vadeli işlemler sözleşmesi satın alan yatırımcı gerektiğinde aynı nitelikte sözleşmeyi üçüncü bir kişiye satarak ters işlem yaparak pozisyonunu kapatabilmekte ve sözleşme satın alırken üstlendiği yükümlülüğü sözleşmeyi yeni satın alana devredebilmektedir. Bu nedenle vadeli işlemler piyasalarında fiziki mal teslimine az rastlanılmaktadır. Vade gününe kadar taşınarak fiziki teslimatın gerçekleştirildiği sözleşme sayısı tüm sözleşmelerin % 2-3'ü kadardır.²³

²² Erol, a.g.e., s.21.

²³ (Erişim) <http://www.vadeli.freeservers.com/nitelikler.htm>, 25 Kasım 2006

Devretme nedeniyle ürünün teslimatının gerçekleştirilmediği durumlar vadeli işlemler piyasalarında çoğunluğu oluştursa da, vade bitiminde tarafların teslimatı gerçekleştirdiği durumlar da mevcuttur. İşlem hacimlerini arttırmak, yatırımcıları kendilerine çekmek isteyen borsalar bu gibi durumlar da teslimat kolaylıkları sağlamaktadırlar. Spot piyasası derin olmayan ürünler için sözleşmelerde belirtilen kalite ve özelliklerden farklı şekildeki teslimatlara farklı fiyat uygulamak şartıyla izin verilmektedir.

Farklı özellik ve kalitedeki ürünün teslimatı durumunda fiyat ayarlamasının ne şekilde yapılacağı sözleşmedeki şartlardan yapılan sapmaya bağlı olarak belirlenmektedir. Bazı ürün ya da finansal enstrümanlara ait vadeli sözleşmeler için vade sonunda normal teslimat yerine nakit olarak ödeme yapılmasına izin verilmiştir. Bu durumda vadeli işlem sözleşmesinin son günündeki kapanış fiyatı üzerinden nakit ödeme gerçekleştirilmektedir. Bu uygulamaya örnek olarak CME’ de işlem gören Eurodollar vadeli mevduat hesapları ve çeşitli borsalarda işlem gören hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri verilebilir. Özellikle endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde vade sonunda endeksi oluşturan hisse senetlerinin hepsiyle birden oluşturulmuş bir portföyün teslimatı oldukça zordur.

1.5. VADELİ İŞLEMLER SÖZLEŞMESİNİN ASGARİ UNSURLARI

Bir vadeli işlem sözleşmesinde yer alması gereken asgari dört unsur vardır:

1. Sözleşmeye konu kıymet
2. Sözleşmenin fiyatı
3. Sözleşmenin miktarı
4. Sözleşmenin vadesi

Örneğin Ahmet Bey ile Mehmet Bey 1 Mart 2005 tarihinde bir araya gelip, 20 Haziran 2005 tarihinde 1 USD=1,5 YTL kurundan 1000 ABD dolarının alım-satımı üzerinde anlaşmaya varmışlardır. Bu vadeli işlem sözleşmesinde sözleşmeye konu kıymet ABD doları, sözleşme fiyatı 1,5 YTL, sözleşme miktarı 1000 dolar ve sözleşme vadesi 20 Haziran 2005'dir. 1 Mart 2005 ise işlem tarihidir.

1.6. VADELİ İŞLEMLER PİYASALARINDA İŞLEM GÖREN SÖZLEŞMELER

Vadeli işlemler piyasalarında future ve opsiyon sözleşmeleri işlem görmesine rağmen forward da future işlemlerin anlatımını kolaylaştırması açısından inceleme kapsamına alınmıştır.

1.6.1.Forward Sözleşmeleri:

Vadeli işlemlerin tarihsel gelişim süreci içerisinde ilk olarak forward sözleşmeler ortaya çıkmıştır. Forward sözleşmeler vadeli işlemler sözleşmelerinin en ilkel biçimi olup, hukuken adi sözleşme niteliğindedir. Sözleşmenin asli unsurları alıcı ve satıcı tarafından serbestçe belirlenir. Bu sözleşmelerin geçerli olabilmesi için herhangi bir şekil şartı aranmaz.

Forward, belirli bir miktar ve kalitedeki para, döviz, altın, mali araç, mal ve diğer türev ürünlerin önceden belirlenen fiyatla, gelecekteki bir tarihte, borsa şeklinde organize olmayan bir piyasada alım ve satımını kapsamına alan teslim amaçlı bir vadeli işlemidir.²⁴

²⁴ Remzi Örtten, İpek Örtten, Türev Finansal Araçlar ve Muhasebe Uygulamaları, Ankara 2001, s.40.

Forward da amaç fon temin etmek değildir, fiyat değişimlerinden kaynaklanan riskten korunmaktır. Forward sözleşmeleri, sözleşmeyi yapan tarafların, sözleşmeye konu olan varlığın gelecekte fiyatında meydana gelebilecek değişimler nedeniyle oluşan fiyat riskinden, korunmak amacıyla oluşturulmuştur. Ancak forward sözleşmeleri, vadeli işlemler sözleşmelerinin geliştirilmesine temel oluşturmuştur.

1.6.1.1. Forward Sözleşmelerinin Özellikleri

Forward, teslim amaçlı ve cayılamaz bir vadeli işlemdir, tarafların tek taraflı cayma hakları yoktur ve forwarda konu olan ürünün vade sonunda teslim edilmesi ve tarafların yükümlülüklerini yerine getirmeleri gerekmektedir.²⁵ Forward sözleşmeleri nama yazılıdır ve sözleşmede özel bir hüküm yoksa başkasına devredilemez.

Forward sözleşmeleri taraflar arasında, karşılıklı güven esasına dayalı olarak yapılmaktadır. Özel yasal düzenlemeler bulunmamaktadır. Bunun doğal sonucu olarak da sözleşmelerde standartlaşma yoktur.

Sözleşmeler halka açık piyasalarda değil taraflar arasında yapılmaktadır. Dolayısıyla Forward sözleşmelerinde gizlilik esastır. Borsa şeklinde organize olmuş bir borsa söz konusu olmadığı için taraflar sözleşmeleri herhangi bir mekânda yapabilirler.²⁶ Organize piyasalar olmadığı için tarafların yükümlülüklerini yerine getirmesini garanti edecek olan takas merkezi de söz konusu değildir.

²⁵ Ali Ceylan, Finansal Teknikler, Bursa 1995, s.30–31

²⁶ Haydar Oğuz Tuncer, Ticaret Borsaları ve Vadeli İşlem Piyasaları (Forward – Futur – Options) Ankara 1994, s. 217–219

1.6.2. Future Sözleşmeleri

Future sözleşmeleri esasen standart hale getirilmiş forward sözleşmelerdir. Future standart kalite ve miktardaki para, döviz, altın, mali araç, mal ve diğer ürünlerin önceden belirlenen bir fiyatla ileriki bir tarihte, borsa şeklinde organize olan bir piyasada alım ve satımını kapsamına alan cayılamaz bir vadeli işlemdir.²⁷

Future un temel amacı riski devretmektir. Kar elde etmek ve spekülasyon amaçlı işlemler future un diğer bir amacını oluşturabilir.²⁸

Organize piyasaların kurulması ile beraber future sözleşmeleri borsalarda işlem görmeye başlamıştır. Future sözleşmeleri forward sözleşmelerinin birçok dezavantajını gidererek vadeli işlemlere işlerlik kazandırmıştır.

1.6.2.1. Future Sözleşmelerinin Özellikleri

Forward, teslim amaçlı bir vadeli işlemdir. Future da ise, genelde, ürün değil, ürünün fiyatı alınıp ve satılmaktadır ve tarafların cayma hakları yoktur. Ancak, tarafların ters bir işlemle piyasadan çekilmeleri ve sözleşmenin etkisini ortadan kaldırmaları mümkündür. Genel olarak future sözleşmelerinin ancak %3'ü için fiili teslim söz konusu olmakta ve tarafların %97'si ters bir işlemle piyasadan çekilmektedir.²⁹

Future sözleşmelerinin hamiline yazılı olması ters bir işlemle daha kolay devredilmesini sağlamaktadır. İşleme konu olan ürünün teslim yeri, teslim zamanı, kalitesi, miktarı gibi unsurlarında standartlaşma söz

²⁷ Saim Önce, Türev Ürünlerin Muhasebe Sorunları ve Bankalar için Muhasebeleştirme Şekilleri, Eskişehir 1995, s.14.

²⁸ Ökten, Ökten, **a.g.e.**, s.169.

²⁹ Ceylan, **a.g.e.**, s.233.

konusu olmaktadır.³⁰ Sözleşmelerde tek değişken, alım satım sırasında oluşan fiyattır.

Future sözleşmeleri halka açık piyasalarda özel yasal düzenlemeler ile yapılmaktadır ve işlem yapabilmek için aracı kurum kullanma zorunluluğu vardır.

Future da taraflar birbirini tanımazlar. Bunun nedeni, alıcı ve satıcı için karşı tarafın takas merkezi olmasıdır. Future işlemlerinde alıcı için satıcı, satıcı için alıcı durumunda olan ve taraflara güven veren takas merkezi uygulaması vardır.³¹

Future sözleşmeleri, vadeli işlemler borsalarında işlem görür ve borsa takas kurumunun garantisi altındadır. İşlemlerin borsa takas kurumu tarafından garanti edilmesi, uygulanan teminat sistemi ile mümkün olmaktadır. Teminat sisteminin genel işleyişi şu şekildedir.³²

İşlemin yapılabilmesi için, future kontratının alıcısı ve satıcısı, kontrat değerinin belirli bir oranını (örneğin %10'unu) veya kontrat için belirlenen bir tutarı takas merkezine aktarılmak üzere aracı kuruma teminat olarak yatırmak zorundadır. Bu tutara başlangıç teminatı denmektedir. Alıcı ve satıcının ayrı ayrı yatıracağı bu teminat nakit veya menkul kıymet şeklinde olabilmektedir. Kontratın piyasa değerinin düşmesi halinde meydana gelen zararı karşılamak üzere yatırılması gereken diğer bir teminat türü de, sürdürme teminatıdır. Sürdürme teminatı, daha önce yatırılan başlangıç teminatının belirli bir düzeyin altına düşmesi durumunda söz konusu olmaktadır. Sürdürme teminatı düzeyi, başlangıç teminatının belirli bir oranı olarak belirlenmektedir (Örneğin %75). Future kontratının piyasa değeri artarsa, alıcı kar, satıcı

³⁰ Nejat Tenker, Orhan Sevilengül, “Özellik Gösteren İşlemlerin Muhasebeleştirilmesi”, Bankacılar, Nisan 1993, Sayı 11, s.355.

³¹ Örtten, Örtten, **a.g.e.**, s.170.

³² Örtten, Örtten. **a.g.e.**, s.170-171

zarar; future kontratının piyasa değeri azalırsa, alıcı zarar, satıcı kar eder. Kar teminatı artırıcı, zarar teminatı azaltıcı etkide bulunur

Future sözleşmelerinde günlük mutabakat (hesaplaşma), hesap kesimi yapılır. Diğer bir anlatımla future a konu olan varlık, her gün sonunda piyasa değeri ile değerlendirilir.³³

1.6.3. Opsiyon Sözleşmeleri

Opsiyon sözleşmeleri, belirli bir vadeye kadar (veya belirli bir vadede), opsiyona dayanak oluşturan malı, finansal ürünü, sermaye piyasası aracını veya ekonomik göstergiyi önceden belirlenen bir fiyattan alma yada satma hakkını,ödenen prim karşılığında opsiyonu satın alan kişiye veren ancak zorunlu tutmayan, buna karşın opsiyon satıcısını opsiyon alıcısı tarafından talep edilmesi halinde satmaya zorunlu tutan sözleşmelerdir.

Forward ve future sözleşmelerinin aksine opsiyon sözleşmelerinde taraflar yükümlülüklerini yerine getirme yönünden eşit şartlara sahip değildir. Opsiyon satan yatırımcı, opsiyonu alan kişiden tahsil ettiği prim karşılığında, opsiyonun vadesinde veya vadesi dolana kadar her hangi bir tarihte, opsiyona konu olan varlığı, opsiyonu alan yatırımcının talebi halinde belirli bir fiyattan alma yada satma yükümlülüğünü üzerine alır.

Opsiyon sözleşmelerinde alınıp satılan şey kıymetin kendisi değil, kıymetin ileriki bir tarihte alınması veya satılması hakkıdır.

³³ Örtten, Örtten, **a.g.e.** , s.172.

Satıcının fiyat garantisinde bulunması, alıcının bu garanti için prim ödemesi, alıcının cayma hakkının olması, future ve opsiyonu birbirinden ayıran en temel özelliklerdir.³⁴

Forward ve future da olduğu gibi, opsiyonda da satıcı yükümlülüğünü yerine getirmek zorundadır. Örneğin, opsiyon konusu bir varlık ise satıcı bu varlıkla ilgili yükümlülüğünü vade sonunda veya içinde yerine getirmelidir. Diğer bir anlatımla, satıcının yükümlülüğünü yerine getirmeme veya cayma hakkı yoktur.³⁵

Alıcı açısından bakıldığında opsiyon sözleşmesine uymak bir zorunluluk değil ödemiş olduğu prim karşılığında elde ettiği bir haktır.³⁶ Dolayısıyla opsiyon alıcısının önünde iki seçenek bulunmaktadır; sözleşmenin yararına olması durumunda sözleşmeden doğan yükümlülüklerini yerine getirecek ya da sözleşmenin zararına olması durumunda sözleşmeden cayma hakkını kullanacaktır.

Opsiyon işlemlerinde opsiyon alıcısı uzun pozisyon, opsiyon satıcısı da kısa pozisyon almış olarak ifade edilir.

1.6.3.1.Opsiyon Çeşitleri

Opsiyon sözleşmeleri iki çeşittir:

- Alım opsiyonu
- Satım opsiyonu

³⁴ Öztin Akgüç, Finansal Yönetim, İstanbul 1994, s. 691.

³⁵ Örtten, Örtten, **a.g.e.** , s.245.

³⁶ Örtten, Örtten, **a.g.e.** , s.246.

1.6.3.1.1. Alım Opsiyonu

Alım opsiyonu, alıcısına sözleşmeye konu varlıkla ilgili alım veya satım sözleşmesini satın alma hakkını vermektedir.

Alım opsiyonunda satıcının cayma hakkı yoktur ve sözleşmeden kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirmelidir. Satıcının yükümlülüğü opsiyonu sözleşmede belirlenen fiyattan ve koşullara uygun olarak satmaktır.

Alım opsiyonunda alıcının alım veya satım kontratını satın alma yükümlülüğü değil, satın alma hakkı söz konusu olur. Yararına olacaksa, alıcı bu hakkını kullanır ve sözleşme hükümlerine uyarak alım veya satım kontratını satın alır. Zararına olacaksa, alıcı bu hakkını kullanmaz ve sözleşmeden cayar.³⁷

1.6.3.1.2. Satım Opsiyonu

Satım opsiyonu, alıcısına opsiyona konu olan ürünle ilgili alım veya satım sözleşmesini satma hakkını vermektedir. Bu opsiyon türünde alıcının hakkı, alım opsiyonunda olduğu gibi alım veya satım kontratını satın almak değil, satmaktır.

Opsiyon sözleşmesinin alıcının yararına olması durumunda, alım veya satım sözleşmesini sözleşmenin vade bitiminde veya vade içinde satar, zararına olması durumunda satmaz ve sözleşmeden cayar.

Alım ve satım opsiyonları opsiyonun iki temel türüdür. Amerikan ve Avrupa Opsiyonu alım ve satım opsiyonlarından doğmuştur.

³⁷ Örtten, Örtten, **a.g.e.** , s.245.

Bu opsiyon tipleri arasındaki tek fark, uzun pozisyon sahibinin haklarını kullanabileceği zaman diliminden kaynaklanmaktadır.

Amerikan opsiyonunda opsiyon hakkının kullanılması veya sözleşmeden cayılması için vade sonuna kadar bekleme zorunluluğu bulunmamaktadır. Bu opsiyon türünde vade sonunu bekleme zorunluluğu olmadığı için alıcısına avantaj sağlamaktadır.

Avrupa opsiyonunda opsiyon hakkının kullanılması veya sözleşmeden cayılması için vade sonuna kadar beklenilmesi zorunluluğu vardır.

1.6.3.2. Future la Farkları

Future la opsiyon arasındaki en belirgin farklar şu şekilde özetlenebilir:³⁸

Future sözleşmelerinde taraflar borsaya teminat yatırır. Opsiyon sözleşmelerinde ise teminat uygulaması yoktur. Alıcı sözleşmenin satıcısından almış olduğu fiyat garantisi karşılığında prim ödemektedir.

Future sözleşmelerinde taraflar, ters bir işlemle sözleşmeyi sona erdirerek ve piyasadan çıkabilirler. Hem alıcı hem de satıcı bu hakka sahiptir. Ancak opsiyon sözleşmelerinde satıcının böyle bir hakkı yoktur ve sadece alıcı sözleşme süresi içinde veya sonunda cayma hakkını kullanabilir.

Future sözleşmelerinde, alıcı ve satıcının karı veya zararı sınırsızdır. Opsiyon işlemlerinde ise alıcının karı sınırsız, zararı prim ile sınırlı; satıcının zararı sınırsız ve karı prim ile sınırlıdır.

³⁸ Tuncer, **a.g.e.**, s. 54.
Örten, Örten, **a.g.e.**, s.250.

Hem future hem de opsiyonda, garanti sistemi olarak takas merkezi uygulaması vardır. Future da, başlangıç ve değişim teminatları; opsiyonda primler takas merkezine yatırılır.

Hem alım, hem de satım opsiyonlarında, future da olduğu gibi, bir satıcı vardır. Ancak, alıcının karşısında future da olduğu gibi aynı işleme ait satıcı veya satıcının karşısında aynı işleme ait alıcı yer almaz. Diğer bir anlatımla, alım opsiyonunun karşıtı aynı işleme ait satım opsiyonu değildir. Örneğin, A'nın B'den bir alım opsiyonu satın aldığını varsayalım. Böyle bir durumda, A sözleşme aldığı için alım opsiyonu, B sözleşme sattığı için satım opsiyonu yapmış değildir. Burada yapılan işlem, alım opsiyonunun alınıp satılmasıdır.

1.6.3.3. Opsiyon Primi Ve Primi Etkileyen Unsurlar

Alıcının cayma hakkından yararlanmak için, fiyat garantisinde bulunan satıcıya ödediği tutara prim denmektedir.³⁹Prim sözleşme satın alınırken ödenir ve iade edilmez.

Prim, Avrupa opsiyonunda vade sonuna, Amerikan opsiyonunda işlemin sonuçlandırılacağı tarihe kadar satıcının vermiş olduğu fiyat garantisinin maliyetini oluşturur ve zararına neden olduğu takdirde alıcıya mukavele hükmünü yerine getirmeme (cayma) hakkını verir.⁴⁰

Primi belirleyen unsurlar, içsel değer, vadeye kalan süre, sözleşme fiyatı, fiyat dalgalanmaları, menkul kıymetlerin getirisi olarak özetlenebilir.⁴¹

³⁹ Tuncer, **a.g.e.**, s.54.

⁴⁰ Örtten, Örtten, **a.g.e.**,s.251.

⁴¹ Ceylan, **a.g.e.**, s. 206 – 208

İçsel değer, diğer koşullar sabit kalmak kaydıyla, sözleşme fiyatı ile piyasa fiyatı arasındaki alıcı lehine olan farktır. Satın alma opsiyonunda piyasa fiyatının sözleşme fiyatından yüksek olması, satma opsiyonunda piyasa fiyatının sözleşme fiyatından düşük olması halinde alıcı lehine içsel değer oluşur. İçsel değerın artması, prim tutarının artmasına neden olur.

Vadeye kalan sürenin uzaması opsiyonun priminin artmasına neden olur. Opsiyon satan yatırımcı, sözleşmeye dayanak varlığın fiyat dalgalanmasının az olmasını veya dayanak varlığın fiyatının satmış olduğu opsiyonun alıcısına kar sağlamasını engelleyecek yönde hareketlenmesini bekler. Dolayısıyla opsiyonun vadesi ne kadar uzarsa dayanak varlık fiyatının dalgalanarak opsiyon alıcısına kar sağlayacak yönde hareketlenme ihtimali artar. Bu da opsiyon priminin artmasına sebep olur. Çünkü söz konusu ihtimaller arttıkça opsiyonu satan yatırımcının zarar etme ihtimali de artacaktır. Bu nedenle opsiyon satıcısı zarar etmemek için, kendini korumak adına, ekstra prim talep eder. Opsiyon vadesi yaklaştıkça bahsedilen riskler azalacağı için satıcı, opsiyon sözleşmesini satmaya daha istekli olacaktır. Bunun sonucunda da opsiyon primi daha az bir tutarda oluşacaktır.

Sözleşme konusu varlığın fiyatında meydana gelecek dalgalanmalar satıcının riskini arttırdığı için opsiyon primini de artırıcı etkide bulunur.

Alternatif bir yatırım aracı olması nedeniyle faiz oranı ve kar payını kapsamına alan menkul kıymet getirisinin artması da, primi artırıcı etkide bulunur.⁴²

⁴² Örtén, Örtén, **a.g.e.**,s.252.

1.7. VADELİ İŞLEMLERİN SAĞLADIĞI FAYDALAR

Vadeli işlemlerin başlıca faydaları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

1. Vadeli işlemler yatırımcıya gerekli fonlar ele geçmeden alım, kıymet elde olmadan satım imkânı verir.
2. Vadeli piyasalarda alım yapmak yatırımcıyı fiyat yükselişine, satım yapmak ise fiyat düşüşüne karşı korur.
3. Vadeli işlemler riskin bir yatırımcıdan diğerine transfer edilmesine olanak tanır. Sözleşmeye konu ürünün gelecekteki fiyat değişiminden etkilenen gruplar, etkin risk yönetimi imkânına kavuşur.
4. Spot piyasadan doğan risklerin vadeli piyasalarda işlem gören sözleşmelerle yönetilebilmesi, hem spot hem vadeli piyasalara olan ilgiyi, dolayısı ile likiditeyi artırır. Geniş katılımın olması ile ilgili ürünün alım satımında piyasa da likitide sağlanmış olur. Hem spot piyasada hem vadeli piyasada oluşan likitide, katılımcılara daha geniş bir hareket alanı ve imkân sunar.
5. Vadeli işlemler piyasası yatırımcıların herhangi bir kıymetin gelecekte alacağı değer konusundaki beklentilerini yansıttığı için ekonomik bir gösterge niteliği taşır.
6. Fiyatların oluşumunda geniş bir katılım olduğundan, herhangi bir grubun fiyatları yönlendirmesi zorlaşacağı için, gerçekçi fiyat oluşumu sağlanır.
7. Geleceğe yönelik fiyatların oluşması sayesinde sağlıklı veri elde edilmesi mümkün olur.
8. İşlemler organize bir borsa çatısında yapıldığı için katılımcılar işlemlerini borsa takas merkezi garantisi ile güven içinde gerçekleştirirler.
9. Üretici, ihracatçı, ithalatçı, sanayici gibi kesimlerin stok yönetim politikalarının geliştirilmesi sağlanır.

1.8. VADELİ İŞLEMLERİN KULLANIM NEDENLERİ

1.8.1 Risk Yönetimi

Vadeli işlemlerin esas varlık nedeni risk yönetimidir. Piyasalarda maruz kalınan risklerin yatırımcılar üzerindeki etkilerini yok etmek veya en aza indirmek amacıyla vadeli işlemler piyasasında spot piyasada tutulan pozisyonun tam aksi yönde pozisyon alınır. Böylece bir piyasadan elde edilen zarar, diğer piyasadan elde edilen karla telafi edileceği için riskin yatırımcı üzerindeki etkisi ortadan kalkar. Bu anlamda her sigorta poliçesi birer vadeli işlem sayılabilir.

Vadeli işlemlerin ilk olarak tarım sektöründe ortaya çıkmasının nedeni de risk yönetimidir. Tarım sektörü çok sayıda ve birbirlerinin planlarından habersiz üreticiden oluşur. Fiyatların cazip olduğu yıllarda üreticiler fiyatı artan ürünün ekim alanlarını genişleteceklerdir. Bunun sonucunda bir sonraki yıl hasat zamanında piyasa mal fazlalığı ile karşılaşacak ve fiyatlar beklenen düzeylerin çok altına düşecektir. Bu sefer süreç tersine işleyecek ve birçok çiftçi karşılaştıkları düşük fiyatlar karşısında o malın ekiminden vazgeçerek ertesi yıl mal darlığına ve fiyatların yükselmesine yol açacaklardır. Yaşanan bu süreç tarımsal mal fiyatlarının zaman içinde sürekli dalgalanmasına yol açar. Fiyat dalgalanmalarının yüksek olması tarım üreticileri açısından ciddi bir fiyat riski yaratır. Eğer bir başka kişi kabul edilebilir bir fiyattan gelecekteki malını alma taahhüdünde bulunursa, üreticilerin sorununu büyük ölçüde çözecektir.⁴³

Bu piyasalar, spot piyasalarda işlem gören ürünlerin fiyatlarında meydana gelebilecek değişimlerin doğurduğu riski devretmek isteyen kişilere (hedger) hizmet vermekle beraber, fiyatların rekabet koşulları altında oluşmasına ve oluşan bu fiyatların ilgili çevrelere anında aktarılacak piyasalar

⁴³ Erol, a.g.e. , s.8.

hakkında gerçekçi bilgilerin edinilmesine, bir anlamda fiyat oluşumuna olanak sağlarlar.

1.8.2. Spekülasyon

'Hedger' olarak adlandırılan grup, riskten korunmak isteyen ve bu amaçla piyasada işlem yapan katılımcılar; spekülâtörler ise, riskten korunmak isteyen katılımcıların riskini üstlenerek kar elde etmek isteyen kişi ve kuruluşlardır.

Vadeli işlemler herhangi bir menkul kıymet gibi yatırım amacıyla da kullanılabilir. Bu tür işlemlere spekülâtif işlemler, bu işlemleri yapan kişilere ise spekülâtör denir. Riskten korunma amaçlı işlemlerden farklı olarak spekülâtif işlemlerde yatırımcının spot piyasada pozisyonu yoktur veya vadeli işlemler piyasasında alınan pozisyonla aynı yöndedir. Spekülâtör piyasadaki alıcı ile satıcı arasında oluşan farkı doldurur. Piyasadaki işlevleri nedeniyle spekülâtörler riskten korunma işlemlerinin yapılabilmesini ve likiditenin artmasını sağladıkları gibi, doğru fiyat oluşumuna ve fiyat istikrarına katkıda bulunurlar.

Bu hususu biraz açmak gerekirse, spot piyasada işlem yapan tarafların; ilgili malın üretimi, nakli, depolanması veya işlenmesi ile ilgili bir alt yapıya sahip olmaları gerekir. Aksi halde aldığınız malı depolayacak yeriniz, işleyecek üniteniz yoksa, o alanda ticaret yapamazsınız. Oysa vadeli işlemler piyasasında, malı temsil eden sözleşmelerin alınıp satılması için herhangi bir depoya işleme ünitesine katılımcılar açısından ihtiyaç yoktur. Vadeli işlem piyasalarında sözleşmeyle temsil edilen varlığın fiyatına nazaran küçük bir miktar teminat yatırarak bir pozisyon alınıp, son işlem gününe kadar istenilen an pozisyondan çıkılabilir. Anlatılan şekilde spekülâtörler, fiyat oluşumuna katılmış olurlar.

1.8.3. Arbitraj

Arbitraj, menkul kıymetler, kıymetli madenler, para, kıymetli evrak gibi değerlerin, iki piyasa arasındaki fiyat farklarından yararlanmak amacıyla fiyatların düşük olduğu yerlerden alınması, fiyatların yüksek olduğu yerlerde satılmasıdır. Vadeli işlemler piyasalarında fiyat istikrarını sağlayan bir başka işlem türü ise arbitraj işlemleridir. Arbitraj işlemini gerçekleştiren arbitrajcı, spot ve vadeli piyasalar arasındaki göreceli fiyat farklılığından istifade ederek risksiz kar elde etme amacını güder. Arbitraj işlemleri sonucu fiyatlar düşük olan piyasada yükselip, yüksek olan piyasada ise düşerek yeniden istikrara kavuşur.

1.9. VADELİ İŞLEMLERE İLİŞKİN TEMEL KAVRAMLAR

Baz değer: Vadeli işlemler sonuç itibarı ile gelecekteki bir tarihte spot fiyatın alacağı değer tahmin edilmesine dayanır. Bu nedenle sözleşmede belirlenen vade sonunda, vadeli fiyat ile spot fiyat birbirine eşit olmalıdır. Ancak anlaşmaya varılan tarih ile vade sonu arasında geçen zaman içerisinde vadeli fiyat ile spot fiyat birbirinden farklıdır ve aradaki farka baz değer adı verilir. Baz değer genellikle vadeli fiyattan spot fiyat çıkarılarak hesaplanmakla beraber tersi de mümkündür.

$$\text{Baz değer} = \text{Vadeli fiyat} - \text{Spot fiyat}$$

Spot ve vadeli fiyat birbirine eşit olacağı için vade sonunda baz değer sıfıra eşittir.

Düz ve ters piyasa: Eğer vadeli fiyat spot fiyattan büyükse, vadeli piyasanın düz (contango) olduğundan söz edilir. Eğer vadeli fiyat spot fiyattan küçükse, ters (inverted) vadeli piyasa söz konusudur.

Uzun pozisyon: Vadeli işlemler piyasasında fiyatların yükseleceği beklentisiyle sözleşme satın alınarak oluşturulan pozisyona uzun (long) pozisyon adı verilir. Aynı terim spot piyasada kıymeti elinde bulunduran yatırımcılar için de kullanılır.

Kısa pozisyon: Eğer fiyatların düşeceği bekleniyorsa, o zaman vadeli piyasada sözleşme satarak kısa (short) pozisyon alınmalıdır. Kısa pozisyon terimi, spot piyasada kıymetleri açığa satmış yatırımcılar için de kullanılır.

Pozisyon kapama: Vadeli piyasalarda daha önce alınan veya satılan sözleşmelerin doğurduğu yükümlülüklerden kurtulmak için pozisyonlar kapatılmalıdır. Pozisyon kapamak için daha önce alınan pozisyonun aksi yönünde bir işlem yapılmalıdır. Örneğin daha önce 3 ton buğday için vadeli sözleşme satın alarak uzun pozisyon sahibi olmuş bir yatırımcı, pozisyonunu 3 ton buğday için vadeli sözleşme satıp kısa pozisyon olarak kapatabilir.

Açık pozisyon: Vadeli işlemler piyasasında derinliğin ve likiditenin göstergesi açık pozisyon sayısıdır. Bir sözleşmenin açık pozisyon sayısı ne kadar fazlaysa, o sözleşmeye olan ilginin o kadar fazla olduğu söylenebilir. Herhangi bir vadeli sözleşmede tüm yatırımcılar tarafından alınmış ve henüz kapatılmamış uzun veya kısa pozisyonların toplamı açık pozisyon sayısını verir. Vadeli işlem sözleşmelerinin bir alıcısı ve bir satıcısı olduğu için her zaman piyasadaki uzun pozisyonların toplamı kısa pozisyonlara eşittir. Dolayısı ile bir sözleşmede toplam 375 adet uzun pozisyon sahibi varsa 375 adet de kısa pozisyon sahibi vardır ve sözleşmenin açık pozisyon sayısı 375'e eşittir.

Uzlaşma fiyatı: Vadeli işlemler piyasalarında kar/zarar hesaplamalarına esas teşkil eden fiyata uzlaşma fiyatı adı verilir. Bir vadeli sözleşmenin vade sonundaki uzlaşma fiyatı, o sözleşmenin konu edildiği kıymetin spot fiyatına eşittir.

Uzlaşma yöntemleri: İlk forward sözleşmelerden bu yana uygulanan fiziki teslimat uzlaşma yönteminde satıcı sözleşmeye konu kıymeti takas sırasında fiziki olarak getirip alıcıya teslim eder. Diğer bir uzlaşma yöntemi ise finansal vadeli işlemlerin yaygınlaşmasıyla birlikte daha çok tercih edilen nakit uzlaşma yöntemidir. Bu yöntemde kıymet takasa fiziki olarak getirilmez; vade sonundaki spot fiyat ile tarafların anlaşmaya vardığı fiyat arasındaki fark zarar edenden kar edene nakit olarak transfer edilir.

İKİNCİ BÖLÜM

VADELİ İŞLEMLER PİYASASININ TÜRKİYE'DE GELİŞİM SÜRECİ

2.1. TÜRKİYE'DE VADELİ İŞLEM PİYASALARININ GELİŞİM SÜRECİ

Türkiye'de vadeli işlemler ve dolayısıyla türev ürünlerle ilgili ilk yasal düzenleme, vadeli döviz alım, satımı üzerine yapılmıştır. 29.12.1983 Tarihli Resmi Gazetede yayınlanan, Türk Parasının Değerini Koruma Hakkında 28 Sayılı Kararın 4. maddesinde, bankalar T.C. Merkez Bankası'nca belirlenen esaslar dâhilinde vadeli döviz alım satımı yapabilirler hükmüne yer verilmiştir. 28 Sayılı Karar, 1984 yılında yayınlanan 30 sayılı Karar ile yürürlükten kaldırılmakla birlikte, vadeli döviz alım satım işlemlerine ilişkin esaslar bu yeni kararda da yer almıştır. 11.08.1989 Tarihinde yayınlanan Türk Parası ve Değerini Koruma Hakkında 32 sayılı Kararın 6. maddesinde, dövize ilişkin işlemlerle ilgili düzenlemelere yer verilmiştir. Bu düzenlemelerde gerçek ve tüzel kişilerin vadeli döviz alım satımı yapabilecekleri belirtilmiştir. Bu tarihten itibaren vadeli işlemler yaygın olarak kullanılan bir ürün haline gelmiştir.⁴⁴

T.C. Merkez Bankası 16 Temmuz 1985 tarihinde aldığı bir kararla. Merkez Bankası ile ticari bankalar arasında swap işlemlerini belirli koşullar içinde başlatmıştır. Buna göre swap işlemleri en fazla bir ay vadeli olabilecek ve işlemler için Merkez Bankası alış kuru esas alınacaktır. Faiz oranları ile ilgili olarak, döviz için uluslararası para piyasalarındaki faiz oranları temel alınırken, TL faizinin Merkez Bankası tarafından saptanacağı karara bağlanmıştır. Böylece, daha önce sadece ithalat ve ihracat işlemleri için geçerli olan vadeli döviz alım satım işlemlerine yeni bir boyut getirilmiştir. Merkez Bankası'nın 27.09.1985 tarihinde yayınladığı I/j sayılı genelgesi ile daha önce yalnızca Merkez Bankası ile bankalar arasında yapılabilen vadeli döviz alım satım işleminin bankalar arasında yapılmasına imkân sağlamıştır.

⁴⁴ Süleyman Yükçü, Tülay Yücel, Bankacılıkta Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, Bugünkü Durum Ve Yapılması Gerekenler, İzmir: TBB, 1995, s.58.

Genelgede ayrıca döviz TL kurunun bankalar arasında serbestçe belirleneceği ve vadenin en çok üç ay olacağı açıklanmıştır.⁴⁵

Vadeli işlemler piyasalarıyla ilgili ilk yasal düzenleme ise 1992 yılında yapılmıştır. Bu tarihte yürürlüğe giren 3794 sayılı Yasayla değişiklik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Yasası'nın 22.maddesinin j bendinde, Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) görev ve yetkileri belirtilmiştir. Buna göre; "Finansal göstergelerle, sermaye piyasası araçlarına, mal ve değerli madenlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi ile münhasıran bu sözleşmelerin işlem göreceği borsalarda çalışacak kurumların kuruluş, faaliyet, ilke ve esasları ile yükümlülüklerini düzenlemek, izlemek ve denetlemek görev ve yetkisi SPK' ya verilmişti. Bu yetki ile SPK, vadeli işlemler piyasalarıyla ilgili düzenlemeler; yapmaya ve vadeli işlemler borsaları açmaya hak kazanmıştır. Ancak yasada vadeli işlemlerin yapılacağı organize piyasaların oluşturulması yönünde ayrıntılı bir düzenleme yer almamıştır. Bununla birlikte İzmir'de bir pamuk vadeli işlemler borsasının kurulma çalışmalarına başlanmıştır.⁴⁶

23 Temmuz 1995 tarih ve 22352 sayılı Resmi Gazetede "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik" yayınlanmıştır. Bu yönetmelik Türkiye'de türev piyasalar konusunda büyük önem taşımaktadır. Çünkü söz konusu yönetmelikle SPK, Türkiye'de vadeli işlem borsalarının kurulmasına karar vermiş ve bununla ilgili hazırlıklara başlamıştır.⁴⁷

Türkiye'deki ilk vadeli işlemler piyasası olan İstanbul Altın Borsası bünyesindeki Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası, 3794 sayılı yasa ile değişik 2499 sayılı sermaye piyasası yasası hükümleri çerçevesinde yayımlanmış bulunan İstanbul Altın Borsası yönetmeliği uyarınca 15 Ağustos 1997 tarihinde faaliyete geçmiştir. Döviz işlemleri üzerine vadeli işlemler

⁴⁵ Chambers, **a.g.e.**, s. 192.

⁴⁶ Chambers, **a.g.e.**, s. 192.

⁴⁷ Ergün, **a.g.e.** , s. 8.

borsası ise 15 Ağustos 2001 tarihinde para piyasasında, dövizin dalgalanmaya bırakılmasının ardından yaşanan belirsizliğin ortadan kaldırılması ve döviz kurunun seyrine istikrar kazandırılması amacıyla Merkez Bankası, SPK ve İMKB' nin ortak çalışmasıyla İMKB bünyesinde kurulmuştur. Bu piyasada ilk olarak fiziki teslimat olmayan nakit TL uzlaşmaya dayalı döviz üzerine vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmeye başlamıştır.⁴⁸

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası AŞ, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17.8.2001 tarihli ve 9/1101 sayılı Kararına dayanan, Devlet Bakanlığı'nın 3.9.2001 tarihli ve 2381 sayılı yazısı üzerine, 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 40'ıncı maddesine göre, 19.10.2001 tarih, 24558 Sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulan Türkiye'deki ilk özel borsa kuruluşudur. Borsa, 04.07.2002 tarihinde Ticaret Siciline tescil edilmiş olup, bu tescil 09.07.2002 tarihli Ticaret Sicili Gazetesinde yayımlanmış ve Vadeli İşlemler Ve Opsiyon Borsası (VOB) kurulmuştur. VOB 04.05.2005 tarihinde faaliyetlerine başlamış ve halen devam etmektedir.

VOB un kurulmasının ardından 2005 yılı başında İMKB Vadeli İşlemler Piyasası, 1 Şubat 2006 tarihinde de İstanbul Altın Borsası bünyesinde faaliyet gösteren Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası kapatılmıştır.

2.2. İMKB VADELİ İŞLEMLER PİYASASI

İMKB Vadeli İşlemler Piyasası'nda işlem görecekt vadeli sözleşmelerin asgari unsurları Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirlenip, SPK' nın uygun görüşüyle karara bağlanmıştır. Bu unsurlar sözleşmeye konu menkul kıymet veya finansal gösterge, sözleşmenin tipi ve büyüklüğü, fiyat aralığı, işlem vadesi, teslim şekli, uzlaşma fiyatı, uzlaşma fiyatının hesaplanması, son işlem

⁴⁸ Ergün, **a.g.e.** , s. 9.

günü, günlük fiyat limitleri, kullanım fiyatı, teslim tarihi, teminat oranları, pozisyon limitleri ve opsiyon tipleri olarak sıralanmıştır.

Borsa üyesi aracılığıyla işlem yapmak isteyen tüm gerçek ve tüzel kişiler, borsa tarafından hazırlanan ve piyasanın özelliklerini anlatan kılavuzu okuduklarına ve anladıklarına ait "Risk Taahhütnamesi"ni imzalamak zorundadırlar. Bu taahhütnamenin, müşterileri borsada kar kadar riskin de söz konusu olabileceği hakkında uyarmak amacıyla konulduğu düşünülmektedir.

Borsada işlem yapmak isteyenlerin, başlangıç ve sürdürme teminatı yatırımları ve teminat tamamlama çağrısını yerine getirmeleri zorunludur.

İşlem gören menkul kıymetler, Nakit TL uzlaşma esasına dayalı, USD/TL döviz kuru üzerine düzenlenmiş vadeli işlem sözleşmeleridir. İşlemler gün içinde yapılan tek bir seansta gerçekleştirilmektedir. Normal seansta işlemler, fiyat ve zaman önceliğine göre emirlerin eşleşeceği sürekli müzayede yöntemi ile gerçekleştirilmekte ve kapanış aralığı, normal seansın son 15 dakikası olarak belirlenmektedir. İşlemler her gün 10:00–14:00 saatleri arasında yapılmaktadır ancak işlem saatleri Borsa Yönetim Kurulu tarafından değiştirilebilmektedir.⁴⁹

Uzlaşma fiyatı kapanış aralığında gerçekleşen en az 5 işlemin miktar ağırlıklı ortalamasıdır. Normal seansta hiç işlem olmaması durumunda ise bir önceki seansın uzlaşma fiyatı en son uzlaşma fiyatı olarak alınır. Hesaplanan uzlaşma fiyatı, gerekli görüldüğü takdirde uzlaşma komitesi tarafından normal seansın bitimini takiben en geç 5 dakika içinde değiştirilebilmektedir.

Döviz vadeli işlem sözleşmelerinin son işlem günü vade bitim tarihinden bir gün önceki iş günüdür. Sözleşmenin son işlem gününde TCMB

⁴⁹ Ergün, **a.g.e.** , s. 14.

tarafından 15:30'da açıklanan gösterge niteliğindeki döviz kuru, vade bitim tarihinde uzlaşma fiyatı olarak ilan edilir ve vade bitim tarihindeki takas işlemleri de bu fiyat üzerinden yapılır. Borsa Yönetim Kurulu son işlem günü ile vade bitim tarihini aynı gün olacak şekilde belirleyebilmektedir.

Uzlaşma komitesi en az iki kişi ile toplanarak kararları oy çokluğuyla alır, oyların eşit olması durumunda komite başkanının olduğu tarafın görüşü kabul edilmektedir. Uzlaşma komitesi gerek görüldüğünde uzlaşma fiyatının değiştirilmesinde aşağıdaki yöntemleri veya komite tarafından belirlenecek diğer yöntemleri kullanabilir.

1. Uzlaşma fiyatının hesaplanmasına konu olan 15 dakikalık kapanış aralığının 30 dakika veya daha uzun bir süreye çıkarılması,
2. Uzlaşma fiyatının hesaplanmasına konu olan minimum işlem adedinin daha az veya daha fazla sayıda tespit edilmesi,
3. Kapanış aralığında gerçekleşen en yüksek ve en düşük fiyatlı işlemlerin hesaplama dışında tutulması.
4. Ayrıca yeterli miktarda işlem olmaması durumunda, uzlaşma komitesi bekleyen emirleri, diğer vadelerde gerçekleşen fiyatları ve spot fiyatı dikkate alarak yeni bir uzlaşma fiyatı belirleyebilmektedir.

Borsada, üye bazında açık pozisyonların belirlenmesi ve üye teminatlarındaki günlük dengelemenin hesaplanması için kesinleşmiş işlem bilgileri Takas Merkezi'ne aktarılmaktadır. Her işlem günü öncesi, tüm üyelerin işlem yapabilme limitlerine ilişkin günlük durum hesaplanmakta ve piyasanın açılışından itibaren üye temsilcilerinin ekranlarından takip edilebilmektedir.

Piyasa kapandıktan sonra Takas Merkezi tarafından her üye bazında özet hesap dökümleri hazırlanır. Bu dökümler aracılığıyla bildirilen günlük dengeleme raporuna dayanılarak ilgili piyasa üyesinin bir sonraki piyasa

açılışına kadar sahibi olduğu pozisyonlara ait hesaplarının güncelleştirilmesi sağlanır.

2.2.1. Vadeli İşlemler Takas Merkezi

Vadeli işlemler takas merkezinin amacı üyelerin gerçekleştirmiş oldukları işlemlerden doğan yükümlülüklerini yerine getirmelerini sağlamaktır. Tüm vadeli işlem piyasası sözleşmelerinin takası bu merkez tarafından sonuçlandırılır ve takas merkezi bu işlemlerin kayıtlarını sürekli muhafaza eder. Vadeli işlemler borsasında üç tür takas üyeliği bulunmaktadır. Bunlar genel, doğrudan ve bağımsız takas üyeliğidir. Her takas üyesi, takas merkezi adına bir güvence karşılığı hesabı açmak zorundadır. Bu hesapla takas merkezi, takas üyelerinin kendisine karşı olan yükümlülüklerini güvence altına almaktadır.

Bir takas üyesi takas merkezine karşı yükümlülüklerini yerine getirmediği takdirde, takas merkezi üyenin güvence karşılıklarının bir bölümüne veya tamamına başvurabilir. Takas merkezi tıpkı diğer borsalarda olduğu gibi, gerçekleştirilen işlemlerde sözleşmenin alıcısına karşı satıcı, satıcısına karşı alıcı rolünü üstlenir ve böylece vadeli ve opsiyonlu işlem sözleşmesinin gerektirdiği tüm hak ve yükümlülüklerin sorumluluğunu üzerine alır.

2.2.1.2. Takas Üyeliğine İlişkin Esaslar

İMKB Vadeli İşlemler Piyasası'nın takasının gerçekleştirilmesi ve yatırımcılarla Takasbank arasındaki ilişkilerin yürütülmesi için aracılık etme yetkisine sahip olan takas üyelerinin belirlenmesi kapsamında, söz konusu üyeliğin türleri ve üyelik için gerekli şartlar aşağıda açıklanmıştır.

2.2.1.2.1. Üyelik Türleri

İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Üyeliği türleri aşağıda sıralanmıştır:⁵⁰

- Genel Takas Üyeleri
- Doğrudan Takas Üyeleri
- Bağımsız Takas Üyeleri

Genel takas üyeleri ve doğrudan takas üyelerinin piyasa üyeleri olmaları gerekirken, Bağımsız Takas Üyelerinde bu özellik aranmamaktadır. TCMB, doğal takas üyesi olup takas üyeliği için aranan şartlara ve mali yükümlülöklere tabi bulunmamaktadır.

2.2.1.2.2. Aracı Kuruluşların Üye Olma Şartları

İMKB Vadeli İşlemler Piyasası'nda takas üyesi olmak isteyen aracı kuruluşlar için kambiyo işlemleri yapma yetkisinin bulunması zorunluluğu vardır. Söz konusu aracı kuruluşların İMKB Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmeliğin 5. maddesinde belirtilen şartlara ek olarak, öz sermayelerinin en az 10 trilyon TL, ödenmiş sermayelerinin ise en az 1,5 trilyon TL olması gerekmektedir. Asgari öz sermaye ve ödenmiş sermaye tutarının tespitinde söz konusu kuruluşun dönem sonu itibarıyla bağımsız denetimden geçmiş mali tablo verileri dikkate alınmaktadır. Ayrıca aracı kuruluşların, döviz pozisyonları, döviz tevdiat hesapları, TCMB nezdinde ki spot döviz ve efektif piyasasındaki işlem hacimleri, ihracat işlemleri göz önüne alınarak, başvuruları değerlendirilmektedir. Bunlara ek olarak, aracı kuruluşların sermaye yeterliliği rasyoları da yapılan değerlendirmede dikkate alınmaktadır.

⁵⁰ Ergün, a.g.e. , s.12.

Diğer taraftan, takas üyelerinin son iki seneye ait bağımsız denetimden geçmiş faaliyet sonuçlarına göre, son iki seneyi karlı kapatmış olmaları gerekmektedir. Yukarıdaki şartları sağlayan aracı kuruluşların başvuruları Borsa Yönetim Kurulu tarafından değerlendirilerek karara bağlanmaktadır.

Üyelik başvurusunda bulunan aracı kuruluşlar başvuru talebinin yanında aşağıda sırlanan evrakları tamamlamalıdır.⁵¹

1. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası Takas Üyeliği Taahhütnamesi
2. Güvence Fonunda kullanılmak üzere asgari 500.000 USD \$ olmak üzere süresiz kesin teminat mektubu
3. İlgili birimin telefon ve faks numaralarını içeren bir yazı
4. Sermaye Piyasası Kurulu'ndan alınan türev araçların alım-satımına aracılık yetki belgesi (Bağımsız Takas Üyeliği başvurularında istenmez),
5. Son iki seneye ait bağımsız denetimden geçmiş faaliyet raporları.

2.2.2. Emirlerin Borsaya İletilmesi ve İşleme Sokulması

Piyasada işlem yapan aracı kuruluşların temsilcileri, üye merkez ofisi ve Borsa binasındaki üye ofisindeki terminaller kanalıyla emirlerini iletirler.

İlgili sözleşmelerde yer alan emirler, fiyat ve emir bazında derinlik ekranlarından takip edilmekte ayrıca ilgili sözleşmelerde yer alan emirler içerisinde bilgisayar tarafından belirlenen alımda ve satımda en iyi beş adet fiyat kademesindeki emirler (derinlik bilgileri) veri dağıtım ekranları aracılığıyla anında üyelere iletilmektedir.

⁵¹ Ergün, **a.g.e.** , s. 13.

Piyasaya iletilen emirlerin vadesi en fazla günlük olabileceken, şarta bağlı emirler iptale kadar geçerli ve/veya tarihli olarak girilebilir. Normal seans içinde verilen emirler seans sonuna kadar geçerlidir.

Piyasaya iletilen emirlerden karşılanmamış olanlar ile kısmen karşılanmış emirlerin karşılanmayan kısımları değiştirilebilir. Emrin fiyatı azaltılabilir veya artırılabilirken, emrin miktarı sadece azaltılabilir. Emrin fiyatındaki değişiklik zaman önceliğinin kaybedilmesine neden olurken, miktarın azaltılması emrin önceliğini etkilememektedir.

Piyasaya iletilen emirlerden karşılanmamış olanlar ile kısmen karşılanmış emirlerin kalan kısımları iptal edilebilir. Seans bitimi ile uzlaşma fiyatı ilanına kadar geçen vade içinde (14:00-14:15 saatleri arasında) emir iptali yapılması mümkün değildir

Sistemde her sözleşmede yer alan iki karşıt emrin eşleşmesi, o sözleşmede verilmiş emirler arasında fiyat ve zaman öncelikleri göz önünde bulundurularak alımda en yüksek fiyatlı, satımda en düşük fiyatlı emirlere öncelik verilerek sağlanır. Aynı fiyatlı emirlerde zaman önceliği uygulanır. Piyasada bir alım veya bir satım emriyle birden fazla karşıt emri aynı anda karşılamak mümkündür.

2.3. İSTANBUL ALTIN BORSASI VADELİ İŞLEMLER VE OPSİYON PİYASASI

Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası 3794 Sayılı Yasa ile değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Yasası hükümleri çerçevesinde yayınlanmış bulunan İstanbul Altın Borsası Yönetmeliği uyarınca, İstanbul Altın Borsası bünyesinde 15 Ağustos 1997 tarihinde faaliyete geçmiştir.⁵²

⁵² Türk Finans Sektöründe İstanbul Altın Borsası, İstanbul Altın Borsası Eğitim Yayınları No:1, s. 9.

Vadeli İşlemler Piyasası'nda işlemler, üyelerin borsadaki terminallerinden veya uzaktan erişim yoluyla merkez ofislerinden girilen emirlerin bilgisayar ortamında eşleştirilmesi suretiyle gerçekleştirilmektedir. Alım satım işlemlerinde çok fiyat yöntemi uygulanmaktadır. Çok fiyat yöntemi, üye temsilcileri tarafından girilen emirlerin fiyat ve zaman önceliği kuralına göre teker teker karşılaştırılması yoluyla işlemlerin gerçekleştirilmesi olarak tanımlanmaktadır.

Fiyat önceliği kuralı, üyelerin alım-satım emirleri karşılanırken alım işlemlerinde daha yüksek fiyatlı emrin, satım işlemlerinde ise daha düşük fiyatlı emrin diğer emirlere göre öncelikli olmasıdır.

Zaman önceliği kuralı ise üye emirleri karşılanırken emirler arasında fiyat eşitliği olması durumunda sisteme daha önce girilen emrin öncelikli olarak karşılanmasıdır.

İşlem yapmak isteyen üyenin alış veya satış emrini ilemesiyle veya daha önce başka bir üye tarafından iletilmiş olan emrin tamamının veya bir kısmının alınması veya satılmasıyla işlem gerçekleşmiş olur.

İstanbul Altın Borsası (İAB) Vadeli işlemler ve Opsiyon Piyasası'nda sözleşmeler \$/ons veya TL/gr. bazında düzenlenebilir. Sözleşmelerin vadesi, işlemin yapıldığı ay dâhil olmak üzere TL üzerinden yapılan sözleşmelerde en çok altı ayı, ABD Doları üzerinden yapılan sözleşmelerde ise en çok 12 ayı aşmamak koşuluyla her ay için tespit edilebilir.⁵³

Vadeli İşlemler Piyasasında seans, Altın Piyasası'nın açık bulunduğu iş günlerinde 11.00–16.00 saatleri arasında kesintisiz yapılır.⁵⁴

⁵³ Türk Finans Sektöründe İstanbul Altın Borsası, İstanbul Altın Borsası Eğitim Yayınları No:1, s. 11.

⁵⁴ Türk Finans Sektöründe İstanbul Altın Borsası, İstanbul Altın Borsası Eğitim Yayınları No:1, s. 11.

Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası'nda işlem yapacak piyasa üyelerinden, fiyat hareketlerinden kaynaklanan risklere karşı 100,000 ABD Doları değerinde işlemlere başlama teminatı alınmaktadır. İşlemlere başlama teminatı, kıymetli maden, nakit TL, borsa yönetim kurulunca cinsleri belirlenen efektif ve dövizler, yine şartları borsa yönetim kurulunca belirlenen banka teminat mektupları ve her türlü Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu olarak yatırılabilir. Başlangıç teminatları üyelerin Piyasa nezdinde ki teminatlarından alınmakta, sürdürme teminatları ise nakit olarak tahsil edilmektedir.⁵⁵

Üyelerin işlem yapabilecekleri son işlem günü ilgili vadede son üç iş gününden önceki iş günüdür. Vadesi gelen sözleşmelerin teslimat tarihleri ilgili ayın son üç iş günüdür. Üyeler teslimat yoğunluğuna bağlı olarak gruplandırılarak, takas merkezi tarafından belirlenen tarihlerde üyelerden yükümlülüklerini yerine getirmeleri istenebilir. Sözleşmenin yapılabileceği son işlem günü ilgili vade ayının son üç iş gününden önceki iş günüdür.

Teslimat işlemleri esas olarak fiziki teslim şeklinde yapılmaktadır. Ancak pozisyon taşıyan tarafların nakdi uzlaşma kararı vermesi ve takas merkezine başvurmaları halinde nakdi uzlaşma yapılabilir. Teslimat işlemlerinde üyelerin mali yükümlülükleri hesaplanırken son işlem gününün uzlaşma fiyatı esas alınmaktadır. Teslimat vadesi ilgili vadedeki son iki iş günü olup bu vade zarfında üyelerin nakit uzlaşma ve fiziki teslimat talepleri işleme konulmaktadır.

Vade sonuna gelindiğinde üyelerin, taşıdıkları pozisyonları ters pozisyon olarak kapatmayıp fiziki teslimata karar vermeleri durumunda, uzun pozisyon sahibi üyelerin kısa pozisyon sahibi üyelere yükümlü oldukları takas bedeliyle birlikte ons başına 0.90 ABD Doları fiziki teslimat primi ödemeleri zorunludur. Teslimat primi uygulamasına, Kıymetli Madenler Piyasası altın

⁵⁵ Ergün, **a.g.e.** , s. 24.

fiyatlarının, dünya altın fiyatlarından nakliye, sigorta gibi etkenlerle daha yüksek olması nedeniyle karar verilmiştir.

Bir piyasa üyesi işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükleri yerine getirmede ilgili üyenin işlemleri durdurulur ve pozisyonu takas faaliyetlerini yürütmek üzere bağlı olduğu takas üyesi tarafından kapatılır.⁵⁶ Üyelerin yükümlülükleri yerine getirmede durumlarında borsa tarafından pozisyonların kapatılmasıyla ortaya zarar çıkması halinde, bu zararın giderilmesi için takas üyesinin hesabında bulunan teminat veya teminat karşılıkları kullanılabilir.

2.3.1. İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler Ve Opsiyon Piyasası'na Üyelik

İstanbul Altın Borsası (İAB) Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası'na, Kıymetli Madenler Piyasası'nın mevcut üyelerin yanında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Hisse Senetleri Piyasası'nda işlem yapan aracı kurumlar da üye olabilmektedirler. Söz konusu üyelik için öncelikle, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan "Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Yetki Belgesi"nin alınması gerekmektedir.⁵⁷ Bu yetki belgesini alan aracı kuruluşlar, Borsa Yönetim Kurulu'nun belirlediği şartları yerine getirmeleri halinde yönetim kurulu kararı ile İAB Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası üyeliğine hak kazanmaktadırlar. Üyeliğe hak kazanılabilmesi için Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirlenen şartlar aşağıdaki gibidir:⁵⁸

1. İAB Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasasına giriş ve üyelik aidatlarının ödenmesi (Giriş aidatı İAB Kıymetli Madenler Piyasası üyeleri için

⁵⁶ Türk Finans Sektöründe İstanbul Altın Borsası, İstanbul Altın Borsası Eğitim Yayınları No:1, s. 16.

⁵⁷ Türk Finans Sektöründe İstanbul Altın Borsası, İstanbul Altın Borsası Eğitim Yayınları No:1, s. 10.

⁵⁸ Ergün, **a.g.e.** , s.22.

2,000 USD, İMKB üyeleri için 60,000 USD' dir. Yıllık piyasa üyelik aidatı 500 USD' dir.)

2. Taahhütnamenin imzalanması,
3. Teminatların tamamlanması (Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası'nda işlem yapılabilmesi için 100,000 USD tutarında işlemlere başlama teminatının yatırılması gerekmektedir),
4. Üye temsilcilerinin belirlenmesi.

2.3.2. Takas Merkezi

Borsadaki takas işlemleri takas merkezi aracılığıyla yürütülmektedir. Takas merkezi takas işlemleri sırasında alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı konumundadır. Takas merkezi, takas üyelerinin diğer takas üyelerine karşı olan mali yükümlülüklerini üstlenmektedir. Üyelerin birbirlerine, müşterilerine ve takas üyelerine karşı yükümlülükleri takas merkezinin mali sorumluluk alanı dışındadır.

Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği uyarınca takas üyeliği A ve B grubu olarak ikiye ayrılmaktadır.⁵⁹

A grubu takas üyeleri, kendi nam ve hesabına, müşterileri nam ve hesabına ve diğer piyasa üyeleri nam ve hesabına yaptıkları sözleşmelerin takas işlemlerini yerine getirmeye yetkilidirler.

B grubu takas üyeleri ise sadece kendi nam ve hesaplarına yaptıkları sözleşmelerin takas işlemlerini yerine getirmeye yetkilidirler.

A grubu takas üyeleri 500.000, B grubu takas üyeleri 50.000 USD tutarında teminat mektubu cinsinden teminat getirmelidirler. Borsa yönetim

⁵⁹ Ergün, a.g.e. , s.24.

kurulunca belirlenen adayların SPK ca onaylanmalarını takiben gerekli teminatı yatırmaları durumunda takas üyeliğine hak kazanacaklardır.⁶⁰

Bir takas üyesi, işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükleri yerine getirmedeği takdirde ilgili üyenin işlemleri durdurulur ve teminatları nakde çevrilerek pozisyonu kapatılır.

2.3.3. Piyasada Alınabilecek Pozisyonlar

Vadeli piyasada işlem yapanların alım satım kararları doğrultusunda pozisyon aldıkları ifade edilebilir. Bu pozisyonları aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz:⁶¹

Uzun Pozisyon: Vadeli işlem sözleşmesini satın alarak sahip olunan uzun pozisyon, teslimat vadesinde sözleşmenin konu olduğu ürünün işlem yapılan fiyat ve miktardan satın alınması ile yükümlü olmaktır.

Kısa Pozisyon: Vadeli işlem sözleşmesi satarak sahip olunan kısa pozisyon, teslimat vadesinde, sözleşmenin konu olduğu ürünün işlem yapılan fiyat ve miktardan satılması ile yükümlü olmaktır.

Ters İşlem Yoluyla Pozisyonun Netleştirilmesi: Ters işlem, uzun veya kısa pozisyon olarak açık pozisyon sahibi olan üyenin vadeden önce kısa pozisyon sahibiyse uzun pozisyon olarak; uzun pozisyon sahibiyse kısa pozisyon olarak pozisyonunu kapatmasına yani tasfiye etmesine denir.

Spread Pozisyon: Vadeli İşlemler Piyasası'nda altına dayalı vadeli işlemler yanında sentetik olarak altın sözleşmeleri kullanarak (TL/gr, \$/ons ve Euro/ons) vadeli döviz işlemi de yapmak mümkündür. Bu şekilde alınan

⁶⁰ Türk Finans Sektöründe İstanbul Altın Borsası, İstanbul Altın Borsası Eğitim Yayınları No:1, s. 17.

⁶¹ Türk Finans Sektöründe İstanbul Altın Borsası, İstanbul Altın Borsası Eğitim Yayınları No:1, s. 10.

pozisyona spread amaçlı pozisyon denilmekte ve yatırımcının aynı ay vadeli \$/ons, TL/gr ve Euro/ons sözleşmelerinde, aynı miktarda fakat ters yönde pozisyon almaları durumunda gerçekleşmektedir. Spread pozisyon, kur riskiyle karşı karşıya olan ihracatçı ve ithalatçılar ile yabancı portföy yatırımcıları tarafından korunma amaçlı finansal araç olarak kullanılabilir.

Piyasada bulunan açık pozisyonlar, her işlem gününün sonunda, piyasa fiyatına getirme işlemine tabi tutulur. Her işlem gününün sonunda, her sözleşme vadesi için ilgili vadede gerçekleşen işlemlerin ağırlıklı ortalama fiyatı olarak bir uzlaşma fiyatı hesaplanır. Uzlaşma fiyatına bağlı olarak üyelerin sürdürme teminatları ile kar veya zararları hesaplanır. Yapılan hesaplama sonucunda üyeler zarar ediyorsa, belirlenen sürdürme teminatı sınırına kadar pozisyonun devamına izin verilmekte; zararın söz konusu sınırı aşması halinde toplam zarar tahsil edilmekte ve teminat tamamlama çağrısı ile teminat tutarının başlangıçtaki teminat miktarına tamamlanması istenmektedir.⁶²

Üyelerin bir sonraki işlem gününde, işlem yapmaya devam edebilmeleri için teminat tamamlama çağrısında belirtilen miktardaki parayı hesaplarına yatırmaları gerekmektedir. Benzer şekilde üyelerin gün sonunda hesaplanan karlarının belli bir tutarı geçmesi durumunda borsa tarafından bu tutar üyelerin hesaplarına yatırılır.

2.4. VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI A.Ş.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB) A.Ş. ,Sermaye Piyasası Kurulunun 17/8/2001 tarihli ve 9/1101 sayılı kararına dayanan, Devlet Bakanlığı'nın 03/9/2001 tarihli ve 2381 sayılı yazısı üzerine, 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 40'inci maddesine göre, 19/10/2001 tarih,

⁶² Ergün, **a.g.e.**, s. 27.

24558 Sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulan Türkiye’deki ilk özel borsa kuruluşudur. VOB 4 Temmuz 2002 tarihinde kurulmuş ve 4 Şubat 2005 tarihinde faaliyete geçmiştir. Faaliyete geçtiği dönemden itibaren üye sayısı hızla artarak 79 üyeye ulaşmıştır. 11 kurum VOB un hissedarıdır. Hissedarlar ve pay oranları aşağıda sıralanmıştır:⁶³

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

2.4.1. VOB da Genel İşleyiş Ve Kullanılan İşlem Sistemi

Borsada sözleşmelere ilişkin alım, satım ve diğer işlemler VOBİS adı verilen bilgisayarlı işlem sistemi üzerinden gerçekleştirilir.

VOBİS’ in temel özellikleri şunlardır:⁶⁴

1. VOBİS’ e Borsa tarafından belirlenen yöntemlerle uzaktan erişim yoluyla ya da VOB işlem salonu kullanılarak emir iletilebilir. VOBİS de veya

⁶³ (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/DesktopDefault.aspx?tabid=50> , 25 Kasım 2007

⁶⁴ Vadeli İşlem Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler-1, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Şubat 2007,(Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen1.pdf, 25 Kasım 2007, s. 3.

VOBİS' e erişimde arızaların oluşması durumunda Borsa emirlerin telefonla iletilmesini şart koşabilir. Bu durumda emirler sisteme Borsa personeli tarafından girilir.

2. İşlemler, iletilen emirlerin fiyat önceliği ve zaman önceliği esaslarına dayanan bir sistemle elektronik ortamda eşleştirilmesi sonucunda gerçekleştirilir.

3. Emirler hesap bazında girilir.

4. VOBİS, işlem anında yeterli teminatın varlığını kontrol eder. Bu kontrol, emirlerin girişi esnasında yapılmaz. Pozisyon için gerekli teminatın olmaması durumunda emir sisteme girilebilir ancak, işlemin gerçekleşmesine izin verilmez. Emirlerin eşleşmesi esnasında yeterli teminatı olmayan emir iptal edilir.

5. Üyeler sadece yetkili oldukları piyasalarda emir girebilirler ve işlem gerçekleştirebilirler.

VOBİS saat 08:45 te açılır ve saat 17:45 te kapatılır.

Saat 08:45 – 09:30 arası işlem yapılmayan dönemdir. İşlem yapılmayan dönemde, sistem açıktır ancak emir girişi ya da işlem yapılamaz.

Bu dönemde temsilciler sisteme bağlanabilir, sorgulama yapabilir, önceki günlerden kalan “iptale kadar geçerli” ya da “tarihli” emirleri iptal edebilir, miktarını azaltabilir ve/veya fiyatları daha kötü (alışta daha düşük, satışta daha yüksek) fiyatlarla değiştirebilir, normal seans başladıktan sonra sisteme gönderilmek üzere, toplu emir dosyası oluşturabilir.⁶⁵

Saat 09:30-17:10 arasında “normal seans” adı verilen tek bir seans düzenlenir. Normal seansta işlemler, fiyat ve zaman önceliği esasına dayalı

⁶⁵ Vadeli İşlem Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler-1, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Şubat 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen1.pdf, 25 Kasım 2007, s. 5.

sürekli müzayede yöntemiyle gerçekleştirilir. Normal seansın son 10 dakikası “kapanış aralığı” olarak adlandırılır.⁶⁶

Saat 12:00-13:00 arasında öğle tatilidir. Öğle tatilinde işlemlere ara verilir. Bu süre zarfında temsilciler tarafından sorgulama yapılabilir, sistemde bulunan “seanslık”, “günlük”, “iptale kadar geçerli” ya da “tarihli” emirler iptal edilebilir, normal seans başladıktan sonra sisteme gönderilmek üzere toplu emir dosyası oluşturulabilir.⁶⁷

Normal seans bittikten sonra uzlaşma fiyatlarının ilan edilmesiyle kapanış fiyatından emirler de sistem tarafından eşleştirilir. Normal seans bittikten sonra eşleştirilen bu emirler normal seans işlemlerine dâhil edilir.

Saat 17:25’de işlem gününe ait uzlaşma fiyatları ilan edilir. Uzlaşma fiyatlarının ilan edilmesini takiben teminat tamamlama çağrıları ilgili üyenin Takasbank Vadeli İşlemler Sistemi (TVİS) terminallerinde yayınlanır.

Takas süresi saat 17:25’de başlar ve takastan sonraki borsa günü saat 14:30’a kadar devam eder. Saat 17:25’den VOBİS kapatılıncaya kadar geçen sürede temsilciler tarafından sorgulama yapılabilir.

Borsa tarafından gerekli görülmesi halinde bir ya da daha fazla sözleşme veya sözleşme tipinde, fiyat sabitleme seansları düzenlenebilir. Fiyat sabitleme seanslarının düzenlenmesine karar verilmesi durumunda seansın saati ve süresi borsa tarafından duyurulur. Fiyat sabitleme seansları düzenlendiği zaman bakımından, üçe ayrılmaktadır:⁶⁸

⁶⁶ Vadeli İşlem Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler-1, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Şubat 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen1.pdf, 25 Kasım 2007, s. 5.

⁶⁷ Vadeli İşlem Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler-1, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Şubat 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen1.pdf, 25 Kasım 2007, s. 5.

⁶⁸ Vadeli İşlem Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler-1, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Şubat 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen1.pdf, 25 Kasım 2007, s. 6.

1. Normal seanstan önce düzenlenen fiyat sabitleme seansına “açılış öncesi seansı” adı verilir. Açılış öncesi seansında belirlenen denge fiyatı, normal seans açılırken baz fiyat olarak kullanılabilir, dolayısıyla günlük fiyat hareket limitleri bu fiyat üzerinden tespit edilebilir.
2. Fiyat sabitleme seansları normal seans sırasında da düzenlenebilir. Bu durumda düzenlenen seansın bitiminde, normal seansa kalınan yerden devam edilir. Normal seans sırasında düzenlenen fiyat sabitleme seansında belirlenen denge fiyatı baz fiyatta herhangi bir değişiklik yapmaz.
3. Normal seansın bitiminden sonra düzenlenen fiyat sabitleme seansına “kapanış seansı” adı verilir. Kapanış seansında belirlenen denge fiyatı, o günün uzlaşma fiyatı olarak kullanılabilir.

Fiyat sabitleme seanslarında tek fiyat yöntemi uygulanır. Bu seanslarda girilen emirler gerçekleşmezse, seansın bitimiyle sistem tarafından otomatik olarak iptal edilir. Normal seansta girilmiş olan emirler fiyat sabitleme seanslarında geçerli değildir.

Borsada yapılan işlemlerde sürekli müzayede yöntemi veya tek fiyat yönteminden biri uygulanmaktadır.

Sürekli müzayede yöntemi normal seansta uygulanmaktadır. Bu yöntemde, VOBİS’ e iletilen emirlerin fiyat önceliği ve zaman önceliği esaslarına uygun olarak eşleşmesi sonucunda oluşan fiyatlar üzerinden işlemler gerçekleştirilir.⁶⁹

Tek fiyat yöntemi fiyat sabitleme seanslarında kullanılır. Tek fiyat yönteminde VOBİS’ e iletilen emirler ilan edilen süre boyunca toplanır ve bu sürenin bitiminde en yüksek miktarın gerçekleşmesine imkân verecek olan denge fiyatı üzerinden yine fiyat ve zaman önceliklerine uygun olarak işlemler

⁶⁹ Vadeli İşlem Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler-1, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Şubat 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen1.pdf, 25 Kasım 2007, s. 7.

gerçekleştirilir. Bu yöntemde alış ve satış emirleri verilen fiyat üzerinden veya daha iyi olan fiyat üzerinden gerçekleşir.⁷⁰

Uzlaşma fiyatı gün sonunda kar/zarar hesaplamalarına ve günlük takas işlemlerine esas teşkil etmek üzere sözleşme bazında günlük olarak hesaplanan ve ilan edilen fiyattır.

2.4.2. Teminatlandırma

2.4.2.1. İşlem Teminatları

Borsada işlem yapmak isteyen tarafların takas merkezinde bulundurmaları gereken teminatlar işlem teminatı olarak adlandırılır.

Borsanın doğal üyesi olarak kabul edilen TCMB' nin açık pozisyonları dolayısıyla teminat bulundurma zorunluluğu bulunmamaktadır.

İşlem teminatları başlangıç teminatı sürdürme teminatı ve olağanüstü teminat olmak üzere üç gruba ayrılır.

Borsada pozisyon almak için gerekli olan teminat tutarına başlangıç teminatı denir. Her bir sözleşme ya da sözleşme tipi için gerekli olan başlangıç teminatı ilgili sözleşmelerde belirtilir. Aynı dayanak varlık üzerine düzenlenen, başta sözleşme büyüklüğü olmak üzere tüm asli unsurları aynı olan farklı vadelerdeki sözleşmelerin birinde uzun pozisyon, diğerinde ise kısa pozisyon alınması durumunda yayılma pozisyonu (fark pozisyonu) oluşturulmuş olur.

⁷⁰ Vadeli İşlem Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler-1, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Şubat 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen1.pdf, 25 Kasım 2007, s. 7.

Yayımla pozisyonları için düz pozisyonlara göre daha düşük bir teminat belirlenebilir.⁷¹

Borsada oluşan zararlar ya da nakit dışı teminatların değerlerinin düşmesi sonucunda başlangıç teminatının inebileceği en düşük seviyeye sürdürme teminatı denir. İşlem teminatı tutarının sürdürme teminatı seviyesi veya bu seviyenin altına inmesi durumunda takas merkezi tarafından teminat tamamlama çağrısı yapılır. Sürdürme teminatı seviyesi ilgili sözleşmelerde belirtilir.

Borsa Yönetmeliğinde belirlenen esaslar çerçevesinde Borsa tarafından başlangıç teminatına ek olarak olağanüstü durum teminatı da talep edilebilir.⁷²

İşlemlerin gerçekleştirilmesi sırasında işlem teminatı kontrolü yapılır. Emirlerin eşleşmesi esnasında ilgili hesabın yeterli teminatının bulunmaması durumunda, emir iptal edilir.

2.4.2.2. İşlem Teminatı Olarak Kabul Edilebilecek Kıymetler

İşlem teminatı olarak kabul edilebilecek kıymetler nakit ve nakit-dışı varlıklar olarak ikiye ayrılmaktadır. Nakit teminat olarak Yeni Türk Lirası (YTL) kabul edilir. Nakit dışı teminatlar ise çeşitlendirilmiştir. Aşağıda işlem teminatı olarak kabul edilecek nakit ve nakit dışı teminatların çeşitleri gösterilmektedir:⁷³

1. Nakit Teminatlar

Yeni Türk Lirası (YTL)

⁷¹ Vadeli işlemler ve Opsiyon Borsası Genelgeleri Genelge No:2005/6: Teminatlandırma ve Diğer Risk Yönetimi Esasları (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-6.pdf> , 25 Kasım 2007, s. 4.

⁷² Vadeli işlemler ve Opsiyon Borsası Genelgeleri Genelge No:2005/6: Teminatlandırma ve Diğer Risk Yönetimi Esasları (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-6.pdf> , 25 Kasım 2007, s. 4.

⁷³ Vadeli işlemler ve Opsiyon Borsası Genelgeleri Genelge No:2005/6: Teminatlandırma ve Diğer Risk Yönetimi Esasları (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-6.pdf> , 25 Kasım 2007, s. 5.

2. Nakit Dışı Teminatlar

a) Döviz

ABD Doları (USD)

Avrupa Para Birimi (EUR)

b) Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS)

Devlet Tahvili (DT)

Hazine Bonosu (HB)

Döviz Endeksli Devlet Tahvili (DTE)

Döviz Ödemeli Devlet Tahvili (DTY)

c) Hisse Senedi

İMKB 30 endeksine Dâhil Hisse Senetleri

Borsa Yatırım Fonları Katılma Belgeleri (BYF)

d) Yatırım Fonu Katılma Belgeleri

Kaydileştirilmiş yatırım fonu katılma belgeleri

İtfasına beş işgünü kalan DİBS' ler teminat olarak kabul edilmez. Nakit dışı teminat olarak daha önceden getirilmiş olan tahvil veya bonoların arasında itfasına beş iş gününden az zaman kalmış olan varsa, ilgili üyelere takas merkezi tarafından kıymetlerin değiştirilmesi için çağrıda bulunulur. Çağrıya rağmen değiştirilmedikleri takdirde müşterinin talimatına ihtiyaç duyulmaksızın itfadan önceki günün sonunda menkul kıymetin fiyatı sıfırlanır. İtfat tutarı, ilgili müşterinin vadeli işlem teminatına nakit olarak aktarılır.

Anapara ve kuponlarına ayrıştırılmış DİBS' lerin teminat olarak kabul edilmesi için, menkul kıymetin tamamını temsil eden anapara ve kuponlarının birlikte teminat olarak yatırılması gerekmektedir. Aksi takdirde ayrıştırılmış DİBS' ler teminat olarak kabul edilmez. İMKB 30 endeksinden çıkarılan hisse senetleri çıkarıldığı tarihten itibaren üç iş günü içerisinde geçerli bir teminatla değiştirilmelidir.⁷⁴

⁷⁴ Vadeli işlemler ve Opsiyon Borsası Genelgeleri Genelge No:2005/6: Teminatlandırma ve Diğer Risk Yönetimi Esasları (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-6.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 5.

2.4.2.3. İşlem Teminatı Kompozisyonu

Takasbank (VOB da takas merkezidir) nezdinde bulundurulması gereken işlem teminatının en az %30'unun nakit teminattan oluşması gerekmektedir. Dolayısıyla toplam işlem teminatı içinde nakit dışı teminatların oranı en fazla %70 olabilir. Hesap güncelleştirme sırasında zarar eden hesaplardan zarar tutarının kesilmesi durumunda söz konusu oranın tutturulma şartı aranmaz. Aşağıdaki tabloda nakit ve nakit-dışı teminat çeşitlerinin toplam teminat içinde alabilecekleri minimum ve maksimum paylar gösterilmektedir:⁷⁵

Tablo 1 : Teminat Kompozisyonu Tablosu

Nakit/ Nakit Dışı	Teminat Çeşidi	Teminat Grubu	Minimum	Maksimum
Nakit	Yeni Türk Lirası	YTL	0,30	1,00
Nakit Dışı	Döviz	DVZ	0,00	0,70
Nakit Dışı	Hazine Bonosu	HB	0,00	0,70
Nakit Dışı	Devlet Tahvili	DT	0,00	0,70
Nakit Dışı	Döviz Endeksli Devlet Tahvili	DTE	0,00	0,70
Nakit Dışı	Döviz Ödemeli Devlet Tahvili	DTY	0,00	0,70
Nakit Dışı	Hisse Senedi (İMKB 30 a dâhil Hisse Senedi)	İMKB-30	0,00	0,35
Nakit Dışı	Borsa Yatırım Fonları	BYF	0,00	0,35
Nakit Dışı	Yatırım Fonu Katılım Belgesi (Kaydi) ATipi	YF-A Tipi	0,00	0,35
Nakit Dışı	Yatırım Fonu Katılım Belgesi (Kaydi) B Tipi	YF-B Tipi	0,00	0,70
Nakit Dışı	Yatırım Fonu Katılım Belgesi (Kaydi) Likit	YF-Likit	0,00	0,70

⁷⁵ Vadeli işlemler ve Opsiyon Borsası Genelgesi Genelge No:2005/6: Teminatlandırma ve Diğer Risk Yönetimi Esasları (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-6.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 6.

2.4.2.4. İşlem Teminatlarının Değerleme Katsayıları

İşlem teminatı olarak kabul edilebilecek nakit dışı kıymetler belirli değerleme katsayıları ile çarpılarak dikkate alınır. Bu değerleme katsayıları aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır:⁷⁶

Tablo 2 : Teminat Değerleme Katsayıları Tablosu

Nakit/ Nakit Dışı	Teminat Çeşidi	Teminat Grubu	Değerleme Katsayıları
Nakit	Yeni Türk Lirası	YTL	1,00
Nakit Dışı	Döviz	DVZ	0,95
Nakit Dışı	Hazine Bonosu	HB	0,90
Nakit Dışı	Devlet Tahvili	DT	0,80
Nakit Dışı	Döviz Endeksli Devlet Tahvili	DTE	0,80
Nakit Dışı	Döviz Ödemeli Devlet Tahvili	DTY	0,80
Nakit Dışı	Hisse Senedi (İMKB 30 a dâhil Hisse Senedi)	İMKB-30	0,70
Nakit Dışı	Borsa Yatırım Fonları	BYF	0,70
Nakit Dışı	Yatırım Fonu Katılım Belgesi (Kaydi) ATipi	YF-A Tipi	0,70
Nakit Dışı	Yatırım Fonu Katılım Belgesi (Kaydi) B Tipi	YF-B Tipi	0,80
Nakit Dışı	Yatırım Fonu Katılım Belgesi (Kaydi) Likit	YF-Likit	0,90

⁷⁶ Vadeli işlemler ve Opsiyon Borsası Genelgesi Genelge No:2005/6: Teminatlandırma ve Diğer Risk Yönetimi Esasları (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-6.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 7.

2.4.2.5. İşlem Teminatlarının Değerlerinin Güncellenmesi

İşlem teminatı olarak kabul edilen nakit dışı varlıklar aşağıda belirlenen fiyatlar üzerinden her işlem gününün sonunda takas merkezi tarafından değerlemeye tabi tutulur:⁷⁷

Tablo 3 : Teminatların Değerlerinin Güncellenmesinde Kullanılan Fiyatlar Tablosu

Teminat Çeşidi	Değerleme Kriteri
Döviz	TCMB Döviz Alış Kuru (15:30'da açıklanan ertesi gün valörlü fiyat)
Hazine Bonosu	İMKB'de hesaplanan fiyat
Devlet Tahvili	İMKB'de hesaplanan fiyat
Hisse Senedi	İMKB 2. seans ağırlıklı ortalama fiyatı
Borsa Yatırım Fonları	İMKB 2. seans ağırlıklı ortalama fiyatı
Yatırım Fonu	Fonun birim pay fiyatı

2.4.2.6. Nakit Teminatların Nemalandırılması

Takas merkezine yatırılan nakit işlem teminatları, bulunması gereken ve çekilebilir nakit teminat olarak izlenir ve her iki grupta bulunan toplam nakit teminat tutarı Takasbank tarafından günlük olarak nemalandırılır ve nema tutarı ilgili hesaplara aktarılır. Olağandışı piyasa koşullarında nemalandırma yapılmayabilir. Yasal mali yükümlülüklerden doğan

⁷⁷ Vadeli işlemler ve Opsiyon Borsası Genelgesi Genelge No:2005/6: Teminatlandırma ve Diğer Risk Yönetimi Esasları (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-6.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 7.

maliyetler ve brüt nema tutarının % 1,7'si oranında "Borsa Teminat Takip Ücreti" nema tutarından düşülür.⁷⁸

2.4.3. Pazarlar

Borsada işlemler ana pazar, özel emirler pazarı ve özel emir ilan pazarı olmak üzere üç farklı pazarda gerçekleştirilmektedir.

Ana pazar, normal seans ya da fiyat sabitleme seansları sırasında emirlerin eşleştirildiği asıl pazardır.

Özel emirler, ana pazarda oluşan fiyatları etkileyebilecek büyüklükte olan yüksek miktarlı emirlerdir. Bir defada girilen 2.000 adet sözleşme ve daha yüksek miktardaki emirler özel emir olarak kabul edilir. Her iki tarafı da belirli olan özel emirlerin özel emirler pazarında işlem görebilmesi için borsanın onayı gerekir.⁷⁹

Özel emir ilan pazarında ise sadece tek tarafı belirli olan özel emirler girilebilir. Girilen emrin özel emirler pazarında gerçekleştirilmesi için, eşleşmesi ve işlemin borsa tarafından onaylanması gerekir.

Özel emir ilan pazarında emirlerin kısmen karşılanması mümkün değildir. Özel emir ilan pazarında aynı miktarlı birden fazla özel emir ilanının bulunması durumunda fiyat ve zaman önceliği kuralı geçerlidir. Ancak farklı miktarda birden fazla özel emir ilanının olması durumunda, fiyat ve zaman önceliği geçerliliğini yitirir ve bu şartlardaki özel emir ilanları miktar öncelikli olarak karşılanır.

⁷⁸ Vadeli işlemler ve Opsiyon Borsası Genelgeleri Genelge No:2005/6: Teminatlandırma ve Diğer Risk Yönetimi Esasları (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-6.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 7.

⁷⁹ Vadeli İşlem Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler-1, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Şubat 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen1.pdf, 25 Kasım 2007, s. 4.

Özel emirlerde otomatik eşleşme uygulanmaz. Özel emirlerden dolayı işlem gerçekleşmesi için borsanın onay vermesi zorunludur. Borsanın onaylamadığı durumlarda, işlem gerçekleşmez ve ilgili özel emirler iptal edilir.⁸⁰

2.4.4. Emirler

İşlem emirleri, aracı kuruluş temsilcileri tarafından Borsa işlem salonundan veya VOBKE (Vadeli İşlemler Ve Opsiyon Borsası Kullanıcı Ekranı) aracılığı ile uzaktan iletilir. Sisteme gönderilen emirler normal seansta fiyat ve zaman önceliği kurallarına göre eşleştirilir.

Fiyat önceliği kuralı, daha düşük fiyatlı satım emirlerinin, daha yüksek fiyatlı satım emirlerinden; daha yüksek fiyatlı alım emirlerinin, daha düşük fiyatlı alım emirlerinden önce karşılanmasıdır.

Zaman önceliği kuralı ise fiyat eşitliği halinde, zaman açısından daha önce gelen emirlerin önce karşılanmasıdır.

Emirlerin eşleşebilmesi için her iki emir için de yeterli teminatın bulunması şarttır. Eşleme anında yeterli teminatı bulunmayan emir iptal edilir ve işlem gerçekleşmez

VOBİS' e girilecek emirlerde aşağıdaki belirtilen üç fiyat belirleme yönteminden birinin seçilmesi zorunludur.⁸¹

⁸⁰ Vadeli İşlem Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler-1, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Şubat 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen1.pdf, 25 Kasım 2007, s. 4.

⁸¹ Vadeli İşlem Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler-1, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Şubat 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen1.pdf, 25 Kasım 2007, s. 8.

Limit: Belirlenen limit fiyat seviyesine kadar işlem gerçekleştirmek için kullanılan emir yöntemidir. Bu yöntem kullanıldığında fiyat girilmesi zorunludur.

Piyasa: Emrin girildiği anda ilgili sözleşmede piyasada bulunan en iyi fiyatlı emirden başlayarak emrin karşılanması amacıyla kullanılan emir yöntemidir.

Kapanış Fiyatından: Gün sonunda hesaplanan uzlaşma fiyatı üzerinden işlem gerçekleştirmek amacıyla kullanılan emir yöntemidir. Uzlaşma fiyatı hesaplandıktan sonra kapanış fiyatından emirler karşı tarafta bekleyen kapanış fiyatından emirlerle eşleşir. Alış ve satış tarafında bekleyen kapanış fiyatından emirler eşleştikten sonra kalan kapanış fiyatından emirler uzlaşma fiyatını karşılayan normal seans emirleri ile eşleşir. Kapanış fiyatından emirler sadece kalanı pasife yaz emir türü ve seans emir süresi kullanılarak sisteme gönderilebilir

Emir yöntemlerinden bir tanesi seçildikten sonra aşağıda açıklanan 4 emir türünden birinin seçilmesi gerekmektedir.⁸²

Kalanı Pasife Yaz: Emrin girildiği anda tamamının gerçekleşmesi esas olmakla birlikte, tamamının gerçekleşmemesi durumunda kalan miktarın maksimum emir miktarına kadarki kısmının, emrin yöntemine göre limit fiyatından ya da gerçekleştiği son fiyat üzerinden pasife limit emir olarak yazılması için kullanılan emir türüdür.

Gerçekleşmezse İptal Et: Girildiği anda, pasifte karşı tarafta bekleyen emirlerin durumuna göre emrin tamamının gerçekleşmesi, aksi takdirde tamamının iptal edilmesi için kullanılan emir türüdür.

⁸² Vadeli İşlem Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler-1, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Şubat 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen1.pdf, 25 Kasım 2007, s. 8 - 9

Kalanı İptal Et: Girildiği anda, pasifte karşı tarafta bekleyen emirlerin durumuna göre emrin tamamının gerçekleşmesi, aksi takdirde gerçekleşmeyen kısmının iptal edilmesi için kullanılan emir türüdür

Şarta Bağlı: Bu emir türü, emri giren tarafından ilgili sözleşme için belirlenen fiyattan ya da alış emirleri için daha yüksek ve satış emirleri için daha düşük fiyatlardan Borsada işlem olması durumunda, emrin sistemde aktif hale gelmesi amacıyla kullanılır.

Emir girişinde emrin sistemde geçerli olacağı süreye ilişkin aşağıda yer alan dört seçenekten bir tanesinin seçilmesi gerekmektedir.⁸³

Seans Emri: Emir sadece girildiği seansta geçerlidir. Seans sonuna kadar eşleşemezse sistem tarafından otomatik olarak iptal edilir

Günlük Emir: Emir girildiği günde geçerlidir. Gün sonuna kadar eşleşemezse sistem tarafından otomatik olarak iptal edilir.

İptale Kadar Geçerli Emir: Emir girildiği seanstan itibaren iptal edilene kadar geçerlidir. Bu emir süresi seçildiğinde, emrin iptal edilmediği ve eşleşmediği durumda, emir sözleşmenin vade sonuna kadar geçerli olur ve vade sonunda sistem tarafından otomatik olarak iptal edilir.

Tarihli Emir: Emir, sisteme girilen tarihe kadar geçerlidir. Belirtilen tarihe kadar eşleşmezse ya da iptal edilmezse, bu tarihte gün sonunda sistem tarafından otomatik olarak iptal edilir. Sistemde, sözleşmenin vade sonundan daha ileri bir tarih girilmesine izin verilmez.

Emir girişinde fiyat ve miktar kontrolü yapılmaktadır. İlgili seans özelliklerine uygun olmayan emirler sisteme girilemez. Maksimum emir

⁸³ Vadeli İşlem Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler-1, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Şubat 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen1.pdf, 25 Kasım 2007, s. 9.

miktarı sadece pasife girilen emirler için kontrol edilir. Normal seansta girilebilecek maksimum pasif emir miktarı 2.000 adet sözleşmeyi içerir.

Sistemde açık emirler ya da kısmi olarak gerçekleşmiş olan emirlerin gerçekleşmeden bekleyen kısımları istenildiği anda ilgili temsilciler tarafından değiştirilebilir veya iş akışında belirtilen süreler içerisinde iptal edebilir .

2.4.5. Piyasalar

Borsada dört piyasa mevcuttur:

Hisse Senedi Piyasası: Hisse senedi endekslerine ve hisse senetlerine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde işlem yapılabilir.

Döviz Piyasası: Yabancı paralara dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde işlem yapılabilir.

Faiz Piyasası: Hazine bonosu, devlet tahvili veya diğer kısa veya uzun vadeli faiz oranlarına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde işlem yapılabilir.

Emtia+ Piyasası: Sayılanların dışında kalan emtia ve diğer dayanak varlıklara dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde işlem yapılabilir.

2.4.6. Üyelik

Borsada, takas üyesi borsa üyeleri ve takas üyesi olmayan borsa üyeleri olmak üzere iki tür üyelik bulunur.

2.4.6.1. Borsa Üyelik Şartları

Borsaya üyelik için Aracı Kurumların ve Bankaların;⁸⁴

1. SPK' dan türev araçların alım satımına aracılık yetki belgesi alınmış olması,
2. Sermaye ve öz kaynak yapılanması yönünden şirket mali yapısının Borsa Yönetim Kurulunun belirleyeceği kriterlere uygun olması,
3. Teminat ve giriş aidatı gibi tutarların yatırılmış olması ve işlemlerin yürütülebilmesi için gerekli teknolojik donanımın, organizasyon yapısının, personelin ve mali kaynakların sağlanmış olması,
4. Borsaca öngörülmesi durumunda, müşterilere ve diğer üçüncü şahıslara karşı doğabilecek mali ve hukuki sorumluluğu teminat altına almak amacıyla genel ve özel mahiyette sigortaların yaptırılması,
5. Takas Merkezi tarafından bu talep edilecek belge ve bilgilerin ibraz edilmiş olması.
6. Borsa Yönetmeliğinde belirtilen üyelik şartlarını sağlamış olmaları,
7. Seri: V, No:34 sayılı "Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği"ndeki şartları sağlamış olmaları (bankalar için uygulanmaz),
8. "Üyelik Taahhütnamesi" ve "Uzaktan Erişim Kullanım Taahhütnamesi"ni Borsaya vermiş olmaları,
9. İstenecek diğer bilgi ve belgeleri tevdi etmeleri gerekmektedir.

TCMB Borsa üyeliği için aranan şartlara ve mali yükümlülöklere tabi değildir.

⁸⁴ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/vadeli_yonetme.asp, 25 Kasım 2007

Vadeli işlem ve Opsiyon Borsası Genelgeleri Genelge No:2005/3:Üyelik Esasları, (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-3.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 8.

Borsa üyeleri bir defaya mahsus olmak üzere giriş aidatı öderler. Üyelik ilk giriş aidatı, değişik piyasalarda işlem yetkisi ve üyelik başvuru tarihi esas alınarak aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.⁸⁵

Tablo 4 : Giriş Aidatları ve İlave İşlem Yetkisi Aidatları

Üyelik Giriş Aidatı ve 1 piyasada İşlem yetkisi	35.500
İkinci Piyasa İşlem Yetkisi	21.300
Üçüncü Piyasa İşlem Yetkisi	14.200
Dördüncü Piyasa İşlem Yetkisi	11.800
Üyelik Giriş Aidatı ve Tüm Piyasalarda İşlem Yetkisi (aynı anda)	59.180
Emtia+ *	11.800
*Üyelikle birlikte verilen işlem yapma yetkisi Emtia+ piyasası olmayan üyelerin, Emtia+ piyasasında işlem yapmak istemeleri durumunda, yukarıdaki tablodaki yetki alma sırası ne olursa olsun bu piyasada işlem yapma yetkisi için öngörülen giriş aidatı	

Borsada üyeler tarafından gerçekleştirilen alım satım işlemleri üzerinden borsa tarafından bir pay alınır. Borsa payı sabit tutar ya da oransal tutar yöntemlerine göre hesaplanır ve bu yöntemlere göre hesaplanan tutarlardan düşük olanı uygulanır.

Sabit Tutar: Borsa payı hesaplanmasında birinci yöntemde işlemi gerçekleştirilen her bir sözleşme başına sabit bir tutar borsa payı olarak hesaplanır. Sözleşme başına sabit tutar olarak alınacak Borsa payları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.⁸⁶

⁸⁵ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler-1, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Şubat 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen1.pdf, 25 Kasım 2007, s. 15.

⁸⁶ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler-1, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Şubat 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen1.pdf, 25 Kasım 2007, s. 15.

Tablo 5 : Sabit Tutar Yöntemine Göre Hesaplanan Borsa Payları

Sözleşme Adı	Sabit Borsa Payı (YTL)
VOB-Egepamuk	0.09
VOB-Anadolu Kırmızı Buğday	0.09
VOB-YTL Dolar	0.08
VOB-YTLEuro	0.10
VOB-DİBS 91	0.30
VOB-DİBS 365	0.30
VOB-G-DİBS	0.30
VOB-İMKB 30	0.20
VOB-İMKB100	0.15
VOB-Altın	0.12

Oransal Tutar: Bu yöntemde Borsa payları işlem hacminin belirli bir yüzdesi olarak hesaplanır. Bu yöntemde borsa payları aşağıda yer alan tablodaki oranlar üzerinden hesaplanır.⁸⁷

Tablo 6 : Oransal Tutar Yöntemine Göre Hesaplanan Borsa Payları

Aylık İşlem Hacmi Tranşı (YTL)	Borsa Payı
0–20 milyon	Yüz binde 5
20–40 milyon	Yüz binde 4,5
40–60 milyon	Yüz binde 4
60–100 milyon	Yüz binde 3,5
100–150 milyon	Yüz binde 3
150–250 milyon	Yüz binde 2,5
250 milyon ve üzeri,	Yüz binde 2

Borsa payları gerçekleştirilen işlemler üzerinden yukarıda açıklanan her iki yöntemle göre aylık olarak hesaplanır ve düşük olan tutar üyenin o ay ödemesi gereken borsa payı olarak belirlenir.

⁸⁷ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler–1, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Şubat 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen1.pdf, 25 Kasım 2007, s. 15.

Üyeler, işlemleri dolayısıyla müşterilerine, diğer Borsa üyelerine, Borsaya ve Takasbank' a verebilecekleri zararlara karşılık olmak üzere 10.000 YTL tutarında üyelik teminatı yatırmak zorundadır.

Nakit (YTL), Takasbank tarafından belirlenen, Hazine tarafından ihraç edilmiş borçlanma senetleri (İMKB Tahvil ve Bono Piyasası piyasa fiyatlarına göre hesaplanan cari değer üzerinden) ya da, YTL cinsinden vadesiz, kesin ve kayıtsız şartsız ödeme taahhüdünü içeren banka teminat mektubu teminat olarak kabul edilebilecek kıymetlerdir.⁸⁸

Nakit teminatlar nemalandırılmaz. Üyelik teminatı üyeliğin kesinleşme tarihinden itibaren on işgünü içerisinde borsaya ödenir. Üyelik teminatlarının kullanılması nedeniyle eksik kalan tutarın tamamlanması zorunludur.

Borsa üyelerinden 9.000 YTL tutarında yıllık üyelik aidatı almaktadır. Üyeliğe giriş yılında yıllık aidat alınmamaktadır. Yıllık aidat her yıl ocak ayında ödenmektedir.

Üyeler, borsada yapacakları işlemler nedeniyle müşterilerine uygulayacakları kurtaj oranını % 1'den fazla olmamak koşuluyla serbestçe belirleyebilir.⁸⁹

2.4.6.3. Takas Üyeliği

Takas üyeleri, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine ilişkin işlemleri yerine getirmeyi, teyit etmeyi ve sona erdirmeyi takas merkezine karşı taahhüt eden kuruluşlardır. Takas üyeleri doğrudan takas üyesi ve genel takas üyesi olmak üzere ikiye ayrılır.

⁸⁸ Vadeli işlem ve Opsiyon Borsası Genelgesi Genelge No:2005/3:Üyelik Esasları, (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-3.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 10.

⁸⁹ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/vadeli_yonetme.asp, 25 Kasım 2007

Doğrudan takas üyeleri; sadece kendilerinin veya müşterilerinin işlemlerinin takasını gerçekleştirmeye yetkilidir. Bu üyeler, başka bir borsa üyesinin takasını garanti edemez.

Genel takas üyeleri, doğrudan takas üyelerinin yetkisine ilave olarak diğer borsa üyelerinin işlemlerinin takasını garanti etmeye yetkilidir. Genel takas üyeleri tarafından, pazar bazında takas garantisi verilebilir. Takas garantisi takas merkezine karşı verilir.

Takas üyesi olmayan borsa üyeleri, bir genel takas üyesinin takas garantisini elde etmeden borsaya doğrudan emir iletemez ve bu suretle işlem yapamaz. Takas üyesi olmayan borsa üyelerinin takas işlemleri takası garanti eden genel takas üyesi tarafından gerçekleştirilir. Bu durumda, garanti veren genel takas üyesinin onayı ile takas üyesi olmayan borsa üyesinin takas işlemleri, genel takas üyesine bağlı, kendi adına açılan takas hesaplarında izlenebilir.⁹⁰

2.4.6.3.1. Takas Üyelik Şartları

Borsaya üye olunmadan takas üyesi olunamaz. Takas üyeliği için Takasbank' a başvurulur. Doğrudan takas üyeliği şartları aşağıda yer almaktadır.⁹¹

1. Sermaye Piyasası Kurulu'ndan türev araçlarının alım satımına aracılık yetki belgesinin alınmış olması,
2. Borsa Üyeliğinin Kesinleşmesi,
3. Takas üyeliği için gerekli olan teknik alt yapı ve donanıma sahip olunması,

⁹⁰ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/vadeli_yonetme.asp, 25 Kasım 2007

⁹¹ Vadeli işlem ve Opsiyon Borsası Genelgeleri Genelge No:2005/3:Üyelik Esasları, (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-3.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 10.

4. "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Takas Üyeliği Taahhütnamesi" nin Takas Üyesi tarafından imzalanması,
5. Takas Üyeliği için gerekli olan garanti fonu katkı payının yatırılmış olması,
6. Müşterilere ve diğer üçüncü şahıslara karşı doğabilecek mali ve hukuki sorumluluğun teminat altına alındığı genel ve özel mahiyette ve Takas Merkezi tarafından öngörüleebilecek sigorta ve diğer düzenlemelere uyulması,
7. Takas Merkezi tarafından Borsa Yönetmeliği çerçevesinde talep edilecek diğer bilgi ve belgelerin ibraz edilmiş olması.

2.4.7. Takas Merkezi

VOB' da işlem gören sözleşmelerin takası, takas merkezi olarak belirlenen Takasbank tarafından yapılır. Takasbank sözleşmelerin alıcısına karşı satıcı ve satıcısına karşı alıcı rolünü üstlenir. Takasbank' ın mali sorumluluğu sözleşmelerin takası sırasında taraflardan her biri için karşı tarafın yerini almasından kaynaklanan tutar kadardır. Takas merkezi garantisi, sadece takas merkezinde açılan hesaplar ve bu hesaplarda izlenen sözleşmelerle sınırlıdır. Takas işleminde aksi kararlaştırılmadıkça açık pozisyon için yatırılması ve bulundurulması zorunlu teminatlar ve Garanti Fonu kullanılır. Takasbank, takasın gerçekleşmesinden kendi kaynakları ile sorumlu değildir.

Borsada gerçekleştirilen işlemlerin takası hususunda, Takasbank sadece takas üyeleri ile doğrudan ilişki içindedir. Takasbank, takas üyesi olmayan borsa üyelerinin takas üyelerine karşı yükümlülüklerinden, borsa ve takas üyelerinin müşterilerinin diğer borsa ve takas üyelerine karşı yükümlülüklerinden, herhangi bir takas üyesinin kendisine aracılık hizmeti veren bir diğer takas üyesine karşı yükümlülüklerinden ve takas veya borsa üyesinin

müşterilerine karşı yükümlülüklerinden sorumlu tutulamaz.⁹²

Borsa üyesi, adına işlem yapmak istediği her müşterisi ve kendi portföyü için Takasbank nezdinde hesap açmak zorundadır. Üyenin, bir müşterinin yaptığı işlemlerin tamamını aynı hesap altında toplaması gerekmektedir. Esas olarak bir müşteriye bir üye nezdinde birden fazla hesap açılmaz, ancak aynı kurumsal kimlik altında farklı enstrümanlardaki pozisyonların, farklı stratejilerin ve/veya farklı birimlerin izlenebilmesi veya benzeri amaçlarla kurumsal yatırımcılar için birden fazla hesap açılması mümkündür.

Takasbank nezdinde "Müşteri", "Portföy", "Piyasa Yapıcı" ve "Global" olmak üzere dört tip hesap açılabilir. "Müşteri" ve "Global" hesap tipleri üyenin müşteri hesapları, "Portföy" ve "Piyasa Yapıcı" hesap tipleri ise üyenin portföy hesapları olarak kabul edilir. Hesap tiplerinin özellikleri aşağıda yer almaktadır.⁹³

1. Müşteri Hesap Tipi: Üyenin müşterileri için açılan hesaplardır.
2. Portföy Hesap Tipi: Üyenin kendi portföyü için yaptığı işlemlerin izlendiği hesaptır.
3. Piyasa Yapıcı Hesap Tipi: Sadece piyasa yapımcıların yaptığı işlemlerin izlendiği hesaplardır.
4. Global Hesap Tipi: Birden çok sayıda müşterinin tek bir hesabı kullanarak işlem yaptığı hesaplardır.

2.4.7.1. Hesap Güncelleştirme İşlemleri

Borsada seansın bitmesiyle gün sonu uzlaşma fiyatları kullanılarak hesaplar güncellenir. Güncelleştirme yapılırken, öncelikle zarar eden hesapların zarar tutarı nakit teminatlarından düşülür. Zarar tutarlarının düşülmesi

⁹² Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Genelgesi Genelge No: 2005/5: Takas ve Temerrüt Esasları, (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-5.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 4.

⁹³ Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası Genelgesi Genelge No: 2005/5: Takas ve Temerrüt Esasları, (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-5.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 5.

sonucunda teminat açığı oluşan üyelere teminat tamamlama çağrısı yapılır. Çağrı sonucunda üyelerin teminatlarını tamamlamaları için güncelleştirme işleminden sonraki borsa günü saat 14:30 a kadar süreleri vardır. Bu süre içerisinde teminatların tamamlanmaması durumunda üye temerrüde düşmüş sayılır.

Güncelleştirme işlemlerinden sonraki borsa günü VOBİS' in açılmasıyla birlikte karlar hesaplara aktarılmaya başlanır.⁹⁴

Hesapların güncelleştirilmesi sonucunda oluşan nakit teminatlar Takasbank tarafından nemalandırılır. Bulundurulması zorunlu olan nakit teminatlar dışındaki nakit teminatlar bir sonraki gün saat 09:00' dan itibaren Takasbank' tan çekilebilir.

2.4.7.2. Pozisyon ve Teminat Aktarımı

Aşağıdaki durumların gerçekleşmesi halinde, Takasbank' ın önerisi ve Borsa Yönetim Kurulunun kararı ile üyelerin pozisyonları diğer bir takas üyesine transfer edilebilir:⁹⁵

1. İki veya daha fazla üyenin birleşmesi,
2. Bir takas üyesinin takas üyeliğinden çekilmesi veya çıkarılması,
3. Takas üyesi olmayan bir üyenin takas üyesi olması,
4. Borsa veya takas üyesinin işlemlerinin geçici veya sürekli olarak durdurulması veya askıya alınması,
5. Bir takas üyesinin verdiği takas garantisini kaldırması,
6. Takas garantisi veren üyenin değişmesi,
7. Takas üyesinin yükümlülüklerini yerine getirememesi veya finansal

⁹⁴ Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası Genelgesi Genelge No: 2005/5: Takas ve Temerrüt Esasları, (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-5.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 6.

⁹⁵ Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası Genelgesi Genelge No: 2005/5: Takas ve Temerrüt Esasları, (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-5.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 10.

durumunun zayıfladığına ilişkin emarelerin ortaya çıkması,

8. Takasbank'ın kabulü ve haklı gerekçelerin varlığı şartıyla müşterinin talebi ve diğer olağanüstü haller.

2.4.8. Uzlaşma Fiyatı Komitesi

Borsada işlem gören her bir sözleşme için bir uzlaşma fiyatı komitesi borsa yönetim kurulu tarafından oluşturulur. Uzlaşma fiyatı komitesi seans sırasında gerçekleşen işlemlerden hesaplanan uzlaşma fiyatını, gerek görürse seansın bitiminden sonraki 15 dakika içinde değiştirme yetkisine sahiptir. Uzlaşma fiyatı komitesinin kararlarını seansın bitimini takip eden 15 dakika içerisinde alması esastır. Bu süre gerektiğinde genel müdür tarafından uzatılabilir.

Komite, başkan tarafından toplantıya çağrılabilir. Komitenin toplanma yöntemi başkan tarafından belirlenir. Toplantıların oturumlu yapılması zorunlu değildir. Cep telefonu, sabit telefon ve elektronik posta gibi elektronik haberleşme imkânları kullanılmak suretiyle üyelerin toplantılara farklı mekânlardan katılması mümkündür.

Günlük uzlaşma fiyatı, seansın bitimini müteakip sözleşmede belirtilen yöntemlere göre borsa tarafından tespit edilir. Komite üyelerinden her hangi birinin seans bitimini takip eden 5 dakika içerisinde itirazı olmazsa bu fiyat uzlaşma komitesinin kabul ettiği fiyat olarak kabul edilir.

Komite üyelerinden her hangi biri sistem tarafından üretilen fiyatlar haricinde bir fiyatın günlük uzlaşma fiyatı olarak belirlenmesini seansın bitimini izleyen 5 dakika içerisinde komite başkanından talep edebilir. Böyle bir talep geldiğinde veya komite başkanı re'sen komiteyi toplayabilir.

Komite, sözleşmede öngörülen yöntemlere göre yeni bir fiyat belirler. Her bir komite üyesi bir fiyat önerebilir. En çok önerilen iki fiyat, oyların eşit olması durumunda komite başkanının belirlediği fiyat veya fiyatlar komite başkanı tarafından oylamaya sunulur. Her komite üyesinin bir oy hakkı vardır. En yüksek oy olan fiyat komitenin belirlediği fiyat olarak kabul edilir. Eşitlik halinde başkanın oy verdiği fiyat geçerli olur.

2.4.9. Garanti Fonu

Garanti fonu temerrüt durumunda takas yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde işlem teminatlarının yanı sıra kullanılmak amacıyla oluşturulmuştur.

Tüm takas üyelerinin garanti fonuna katkıda bulunmaları zorunludur. Doğal takas üyesi olan TCMB garanti fonuna katılmaz. Ayrıca TCMB, garanti fonunun kullanılması nedeniyle diğer takas üyelerinin tabi olabileceği yükümlülüklerle de tabi değildir.

Bulundurulması zorunlu olan katkı payı toplamının % 20'lik kısmı nakit olmak zorundadır. Garanti Fonu katkı payları asgari ve değişken olmak üzere ikiye ayrılır.⁹⁶

Asgari Katkı Payı: Bir üyenin garanti fonundaki katkı payı, asgari katkı payı tutarından az olamaz. Takas üyelerinin garanti fonunda bulundurması zorunlu asgari katkı payları 200.000 YTL olarak belirlenmiştir.

Değişken Katkı Payı: Açık pozisyonların piyasa değerleri, borsa tarafından belirlenen hesaplama aralıklarına denk düşen üyelerden, asgari

⁹⁶ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Genelgesi Genelge No:2005/7: Garanti Fonunun Kuruluş ve İşleyiş Esasları, (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-7.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 3

katkı payına ek olarak değişken katkı payı alınır.

Aşağıdaki tabloda garanti fonu katkı payı yükümlülüğünün hesaplanma yöntemi ve değişken katkı payının hesabında esas alınacak hesaplama aralıkları gösterilmektedir.⁹⁷

Tablo 7 : Garanti Fonu Katkı Payı Hesaplanma Aralıkları

Hesaplama Aralığı	Açık Pozisyon Cari Değeri (YTL)	Minimum Nakit Katkı Payı (YTL)	Toplam Katkı Payı (YTL)
1. Aralık	0 – 20 Milyon	40 Bin	200 Bin
2. Aralık	20 – 30 Milyon	$40 \text{ Bin} + (2-1) * 20 \text{ Bin}$	$200 \text{ Bin} + (2-1) * 100 \text{ Bin}$
3. Aralık	30 – 40 Milyon	$40 \text{ Bin} + (3-1) * 20 \text{ Bin}$	$200 \text{ Bin} + (3-1) * 100 \text{ Bin}$
4. Aralık	40 – 50 Milyon	$40 \text{ Bin} + (4-1) * 20 \text{ Bin}$	$200 \text{ Bin} + (4-1) * 100 \text{ Bin}$
N. Aralık	Önceki Aralık + 10 Milyon	$40 \text{ Bin} + (N-1) * 20 \text{ Bin}$	$200 \text{ Bin} + (N-1) * 100 \text{ Bin}$
N: Açık pozisyon cari değerinin tekabül ettiği aralık			

Her günün sonunda, takas üyesinin piyasadaki açık pozisyon sayısı sözleşme bazında bulunur ve ilgili sözleşme büyüklükleri o gün itibarıyla ilan edilen uzlaşma fiyatları ile çarpılarak "açık pozisyon cari değeri" hesaplanır. Açık pozisyon cari değeri hesaplandıktan sonra, bu değer hangi aralıkta bulunduğu tespit edilir.⁹⁸

Her gün sonunda katkı payı yükümlülükleri güncellenir ve bir üst aralığa geçen takas üyelerinin garanti fonundaki katkı payları kontrol edilerek, gerekli durumlarda Takasbank tarafından garanti fonu tamamlama çağrısı yapılır.

Genel takas üyelerinin garanti fonu katkı payları hesaplanırken, takasını garanti ettikleri borsa üyelerinin durumu da dikkate alınır. Asgari katkı payı tutarı hesaplanırken, takası garanti edilen diğer üyelerin sayısına, takas üyesinin

⁹⁷ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Genelgeleri Genelge No:2005/7: Garanti Fonunun Kuruluş ve İşleyiş Esasları, (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-7.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 4.

⁹⁸ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Genelgeleri Genelge No:2005/7: Garanti Fonunun Kuruluş ve İşleyiş Esasları, (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-7.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 4.

kendi takas garantisi de dikkate alınarak 1 (bir) eklenir ve bulunan rakam ile asgari katkı payı tutarı çarpılır. Değişken katkı payı hesaplanırken, takası garanti edilen üyelerin açık pozisyonları ile takas üyesinin açık pozisyonları toplamı dikkate alınır.⁹⁹

Aşağıdaki tabloda kabul edilen kıymetler ve değerlendirme katsayıları verilmiştir.

Tablo 8 : Garanti Fonuna Katkı Payı Olarak Kabul Edilen Kıymetler ve Değerleme Katsayıları

Nakit/Nakit Dışı	Katkı Payı Çeşidi	Değerleme Katsayıları
Nakit	YTL	1.00
Nakit Dışı	Döviz (USD ve Euro)	0.95
Nakit Dışı	Hazine Bonosu	0.90
Nakit Dışı	Devlet Tahvili	0.80
Nakit Dışı	Döviz Endeksli Devlet Tahvili	0.80
Nakit Dışı	Döviz Ödemeli Devlet Tahvili	0.80
Nakit Dışı	Yatırım Fonu Katılım Belgesi (Kaydi) Likit	0.90
Nakit Dışı	Yatırım Fonu Katılım Belgesi (Kaydi) B Tipi	0.80
Nakit Dışı	Teminat Mektubu (YTL)	1.00
Nakit Dışı	Teminat Mektubu (Döviz)	0.95

2.4.9.1. Garanti Fonu Kullanım Esasları

Garanti fonu katkı payları sadece üyelerin takas yükümlülüklerinin tasfiyesi amacıyla kullanılabilir. Bu fonda tutulan katkı payları üyelerin takas

⁹⁹ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Genelgesi Genelge No:2005/7: Garanti Fonunun Kuruluş ve İşleyiş Esasları, (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-7.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 4.

dışındaki diğer yükümlülüklerinin karşılanması amacıyla kullanılamaz. Mütemerrit üyenin müşteri ve portföy hesaplarındaki yerine getirilmeyen teminat tutarının, kar alacaklarından daha az olması durumunda, tamamlanmayan teminat tutarına denk düşen kadar kar alacağı için garanti fonu kullanılamaz, ancak bu tutarı aşan kar alacağının hesaplara aktarımı için garanti fonu kullanılabilir.¹⁰⁰

Garanti fonundan ödemeler, zaman önceliği esasına göre yapılır. Daha önce gerçekleşmiş temerrütler tamamen tasfiye edilmedikçe, bir sonraki günün temerrütleri için ödeme yapılmaz. Bir gün içindeki temerrüt tutarının garanti fonunun tutarını aşması durumunda ödemeler oransal olarak yapılır.

Temerrüt nedeniyle garanti fonunun kullanılmasında aşağıdaki sıraya uyulur:¹⁰¹

1. Öncelikle mütemerrit üyenin garanti fonundaki nakit katkı payı kullanılır.
2. Mütemerrit üyenin garanti fonu nakit katkı payının yeterli olmaması halinde, diğer üyelerin garanti fonundaki nakit katkı payları oransal olarak kullanılır.
3. Varsa mütemerrit üyenin değerlendirme dışı nakit dışı işlem teminatları likide edilerek teminat eksikliğini kapatmak için kullanılır.
4. Teminat eksikliği halen kapatılamamışsa mütemerrit üyenin ilgili hesabının varsa pozisyonlarının ve nakit dışı teminatlarının likidasyon işlemlerine başlanır.
5. Teminat eksikliği olan hesabın tüm pozisyonları kapatıldığı halde halen teminat eksikliği varsa, bu kez ilgili mütemerrit üyenin garanti fonundaki nakit dışı varlıkları likide edilir.
6. Teminat eksikliğinin devamı durumunda mütemerrit üyenin portföy hesabına başvurularak pozisyon ve teminatların likidasyonuna başlanır.

¹⁰⁰ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Genelgesi Genelge No:2005/7: Garanti Fonunun Kuruluş ve İşleyiş Esasları, (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-7.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 5.

¹⁰¹ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Genelgesi Genelge No:2005/7: Garanti Fonunun Kuruluş ve İşleyiş Esasları, (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-7.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 6.

7. Eksik kalan teminat için mütemerrit üyenin Borsa nezdindeki tüm hak ve alacakları kullanılır.
8. Eksik kalan kısım için, Borsa ve Takasbank kararıyla diğer takas üyelerinin garanti fonunda bulunan nakit dışı varlıklarına oransal olarak başvurulur.

Takasbank gerek görmesi halinde yukarıdaki sıralamaya uymak zorunda değildir. Yukarıdaki sıralamada önceki işlemi uygulamadan bir sonraki işleme geçebilir.

2.4.9.2. Garanti Fonu Katkı Payı Tamamlama Yükümlülüğü

Takas üyesinin garanti fonu katkı paylarının herhangi bir nedenle sürdürme seviyesine (%90) veya daha altına düşmesi durumunda Takasbank tarafından ilgili takas üyesine katkı payını tamamlaması için katkı payı tamamlama çağrısı yapılır. Takas üyesi çağrıdan sonra üç iş günü içerisinde katkı payını tamamlamalıdır. Temerrüde düşen takas üyesi için bu süre bir işgünüdür.

Yükümlülüğün yerine getirilmemesi halinde, TCMB Bankalar Arası Para Piyasası veya İMKB Repo-Ters Repo Pazarında oluşan gecelik ortalama faiz oranlarından yüksek olanının 2 katı oranında temerrüt cezası uygulanır. Garanti fonunun kullanılmasına sebep olan üye için ise, bu oran üç kat şeklinde uygulanır.¹⁰²

Belirtilen süre içerisinde yükümlülük tamamlanmaz ve/veya ceza ödenmezse üye borsaya bildirilir ve borsa işlemleri durdurulabilir veya takas üyeliği dondurulabilir. Temerrüt cezasının süresinde ödenmemesi halinde üyenin garanti fonundaki nakit dışı katkı payları likide edilebilir veya söz

¹⁰² Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Genelgeleri Genelge No:2005/7: Garanti Fonunun Kuruluş ve İşleyiş Esasları, (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-7.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 6.

konusu tutar ilgili üyenin Takasbank nezdindeki serbest nakit hesabından re'sen tahsil edilebilir.¹⁰³

Garanti fonunda katkı paylarını oluşturmak üzere bulundurulan nakit, para piyasalarında nemalandırılır.

2.4.10. VOB' da İşlem Gören Sözleşmeler

VOB' da işlem gören sözleşme çeşitleri aşağıda sıralanmış ve kısaca tanıtılmıştır:¹⁰⁴

- VOB-İMKB 100 Vadeli İşlem Sözleşmesi
- VOB-İMKB 30 Vadeli İşlem Sözleşmesi
- VOB-YTL Dolar Vadeli İşlem Sözleşmesi
- VOB-YTL Euro Vadeli İşlem Sözleşmesi
- VOB-DİBS 91 Vadeli İşlem Sözleşmesi
- VOB-DİBS 365 Vadeli İşlem Sözleşmesi
- VOB-G-DİBS Vadeli İşlem Sözleşmesi
- VOB-Anadolu Kırmızı Buğday Vadeli işlem Sözleşmesi
- VOB-Ege Pamuk Vadeli İşlem Sözleşmesi
- VOB-Altın Vadeli işlem Sözleşmesi

VOB-İMKB 100 Vadeli İşlem Sözleşmesi: Dayanak varlık İMKB–100 ulusal hisse senedi fiyat endeksinin hesaplama yöntemi kullanılarak bu endekse dahil olan firmaların hisse senedi fiyatlarından oluşan değerdir. Vade ayları, Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık aylarıdır. Aynı anda içinde bulunulan aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Bir adet sözleşme için başlangıç teminatı 700 YTL, sürdürme teminatı

¹⁰³ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Genelgeleri Genelge No:2005/7: Garanti Fonunun Kuruluş ve İşleyiş Esasları, (Erişim) <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-7.pdf>, 25 Kasım 2007, s. 7.

¹⁰⁴ Vadeli İşlem Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler–1, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Şubat 2007, (Erişim) http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen1.pdf, 25 Kasım 2007, s. 28 - 49

başlangıç teminatının % 75' i dir. Fark (yayılma) pozisyonu alınması durumunda yatırılması gereken teminat başlangıç teminatının yarısıdır. Bir adet sözleşme büyüklüğü, endeksin bine bölündükten sonra 100 YTL ile çarpılması sonucu bulunan değerdir. (İMKB-100 Endeksi /1.000)*100 YTL. (Örnek: $31,325 \times 100 = 3125$ YTL gibi)

VOB-İMKB 30 Vadeli İşlem Sözleşmesi: Dayanak varlık İMKB-30 ulusal hisse senedi fiyat endeksinin hesaplama yöntemi kullanılarak bu endekse dahil olan firmaların hisse senedi fiyatlarından oluşan değerdir. Başlangıç teminatı 550 YTL, sürdürme teminatı başlangıç teminatının %75'idir. Fark (yayılma) pozisyonu alınması durumunda yatırılması gereken teminat başlangıç teminatının yarısıdır. Vade ayları, Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık aylarıdır. Aynı anda içinde bulunulan aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Bir adet sözleşme büyüklüğü, endeksin bine bölündükten sonra 100 YTL ile çarpılması sonucu bulunan değerdir. (İMKB-30 Endeksi /1.000)*100 YTL. (Örnek: $29,425 \times 100 = 2942,5$ YTL gibi)

VOB-YTL Dolar Vadeli İşlem Sözleşmesi: Dayanak varlık Yeni Türk Lirası/ABD Doları kurudur. Bir adet sözleşme büyüklüğü 1.000 ABD Dolarıdır. Vade ayları Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık aylarıdır. Aynı anda içinde bulunulan aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Bu üç vade ayından biri Aralık ayı değilse, Aralık vade ayı ayrıca işleme açılır. Başlangıç teminatı 150 YTL, sürdürme teminatı başlangıç teminatının %75'idir. Fark (yayılma) pozisyonu alınması durumunda yatırılması gereken teminat başlangıç teminatının yarısıdır.

VOB-YTL Euro Vadeli İşlem Sözleşmesi: Dayanak varlık Yeni Türk Lirası/Euro kuru dur. Bir adet sözleşme büyüklüğü 1.000 Euro dur. Vade ayları Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık aylarıdır. Aynı anda içinde bulunulan aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Bu üç vade ayından biri Aralık ayı değilse, Aralık vade ayı ayrıca işleme açılır.

Başlangıç teminatı 200 YTL, sürdürme teminatı başlangıç teminatının %75'idir. Fark pozisyonu alınması durumunda yatırılması gereken teminat başlangıç teminatının yarısıdır.

VOB-DİBS 91 Vadeli İşlem Sözleşmesi: Dayanak varlık, Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen 91 günlük hazine bonosudur. Bir adet sözleşme büyüklüğü, 100 YTL nominal üzerinden 100 adet Hazine Bonosudur. Nominal olarak 10.000 YTL' ye karşılık gelen hazine bonusu.(Örnek: $94,475 \times 100 = 9.447,5$ YTL). Vade ayları, Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık. Aynı anda içinde bulunulan aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Başlangıç teminatı 300 YTL, sürdürme teminatı başlangıç teminatının %75'idir.Fark pozisyonu alınması durumunda yatırılması gereken teminat başlangıç teminatının yarısıdır.

VOB-DİBS 365 Vadeli İşlem Sözleşmesi: Dayanak varlık Hazine Müsteşarlığı tarafından ihraç edilen 365 günlük hazine bonosudur. Bir adet sözleşme büyüklüğü, 100 YTL nominal üzerinden 100 adet Hazine Bonosudur. Nominal olarak 10.000.-YTL' ye karşılık gelen hazine bonusu. (Örnek: $80,665 \times 100 = 8.066,5$ YTL) Vade ayları, Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık aylarıdır. Aynı anda içinde bulunulan aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Başlangıç teminatı 500 YTL, sürdürme teminatı başlangıç teminatının %75'idir. Fark pozisyonu alınması durumunda yatırılması gereken teminat başlangıç teminatının yarısıdır.

VOB-G-DİBS Vadeli İşlem Sözleşmesi: Dayanak varlık, "Gösterge DİBS" olan ve spot piyasadaki mevcut ve potansiyel işlem hacmi ile diğer kriterler göz önüne alınarak Borsa tarafından belirlenen iskontolu DİBS' lerdir. Dayanak varlık olarak seçilen DİBS' in vadesi, sözleşme kodunun 8 ila 13'üncü karakterleri arasında gösterilen rakamların gün, ay ve yıl olarak yorumlanmasıyla bulunur. (Örnek 221FJR090408B0506 kodlu sözleşmenin dayanak varlığı, itfa tarihi 09 Nisan 2008 olan DİBS'tir.) Hazine Müsteşarlığı tarafından açıklanan aylık ihale programında yer alan, fakat henüz ihracı

gerçekleşmeyen DİBS' lerin de dayanak varlık olarak belirlenmesi mümkündür. Bir adet sözleşme büyüklüğü, 100 YTL nominal üzerinden 100 adet DİBS dir. Nominal olarak 10 bin YTL' ye karşılık gelen DİBS. Her bir dayanak varlık için, ihraç tarihini takip eden ay ve bu ayı takip eden ikinci ve dördüncü ay olmak üzere toplam üç vade ayı işleme açılır. Dayanak varlık olarak seçilen Gösterge DİBS' e dayalı sözleşmenin mevcut vadelerinin dolması durumunda takip eden vadeler için yeni bir sözleşme açılmayabilir. Dayanak varlığın farklı bir vadesine dayalı yeni bir sözleşmenin işleme açılması Hazine Müsteşarlığının yeni bir ihraç yapacağını duyurması veya fiilen ihracın olması durumunda gerçekleştirilebilir. Başlangıç teminatı; vadesi 2 yıldan kısa olan Gösterge DİBS' lere dayalı sözleşmeler için 300 YTL, vadesi 2 yıldan uzun olan Gösterge DİBS' lere dayalı sözleşmeler için 400 YTL' dir. Sürdürme teminatı başlangıç teminatının %75'idir. Fark pozisyonu alınması durumunda yatırılması gereken teminat başlangıç teminatının yarısıdır. Fark (yayılma) teminatı dayanak varlığı aynı olan "Gösterge DİBS" vadeli işlem sözleşmelerinin vadeleri arasında uygulanır.

VOB-Anadolu Kırmızı Buğday Vadeli İşlem Sözleşmesi: Dayanak varlık Anadolu kırmızı sert baz kalite buğdaydır. Bezostaja-1, Doğu- 88, Gün- 91, Haymana- 79, İkizce- 96, Karasu- 90, Lancer, Odeskaya- 51, Şahin, Anadolu kırmızı sert kalitede buğdayı oluşturduğu belirtilen bu buğday cinsleri, TMO'nun sınıflandırması esas alınarak belirlenmiştir. Ayrıca spot borsaların "Anadolu kırmızı sert buğday" olarak tescil ettiği emtia da yukarıdaki sınıflamaya dahildir. TMO'nun sınıflandırma kriterlerinde bir değişiklik olması halinde, Anadolu kırmızı sert olarak belirtilen buğday kalitesinin denk geldiği yeni buğday kalitesi ve bu kaliteyi oluşturan yeni buğday cinsleri sözleşmeye dayanak kabul edilir. Bir adet sözleşme büyüklüğü 5.000 kg (5 ton) dır. Vade ayları Mart, Mayıs, Temmuz, Eylül ve Aralık aylarıdır. Aynı anda içinde bulunulan aya en yakın beş vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Başlangıç teminatı 240 YTL, sürdürme teminatı başlangıç teminatının %75'idir. Fark pozisyonu alınması durumunda yatırılması gereken teminat başlangıç teminatının yarısıdır.

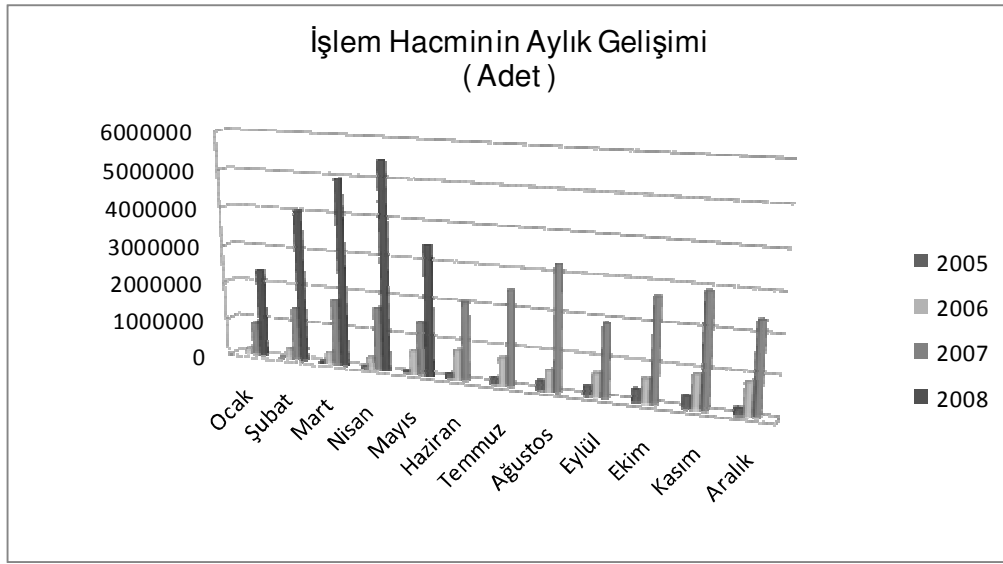
VOB-Ege Pamuk Vadeli İşlem Sözleşmesi: Dayanak varlık Ege Standart 1 baz kalite pamuktur. Bir adet sözleşme büyüklüğü 1.000 kg (1 ton) dır. Vadeler, Mart, Mayıs, Temmuz, Ekim ve Aralık aylarıdır. Aynı anda içinde bulunulan aya en yakın beş vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Başlangıç teminatı 240 YTL, sürdürme teminatı başlangıç teminatının %75'idir. Fark pozisyonu alınması durumunda yatırılması gereken teminat başlangıç teminatının yarısıdır.

VOB-Altın Vadeli İşlem Sözleşmesi: Dayanak varlık 995/1000 saflıkta rafine edilmiş külçe altındır. Bir adet sözleşme büyüklüğü 100 gram 995/1000 saflıkta rafine edilmiş külçe altındır. Vadeler Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim ve Aralık aylarıdır. Aynı anda içinde bulunulan aya en yakın üç vade ayına ait sözleşmeler işlem görür. Başlangıç teminatı 250 YTL, sürdürme teminatı başlangıç teminatının %75'idir. Fark pozisyonu alınması durumunda yatırılması gereken teminat başlangıç teminatının yarısıdır.

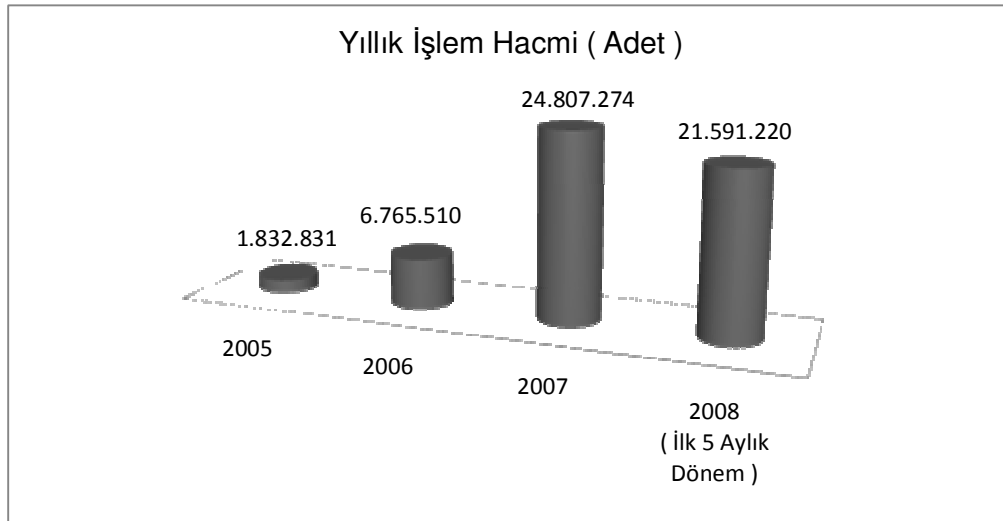
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

UYGULAMA

Türkiye’de VOB açıldığı günden itibaren işlem hacmi hızla artmaktadır. Aşağıdaki grafiklerde işlem hacminin aylık ve yıllık artışları gösterilmektedir.



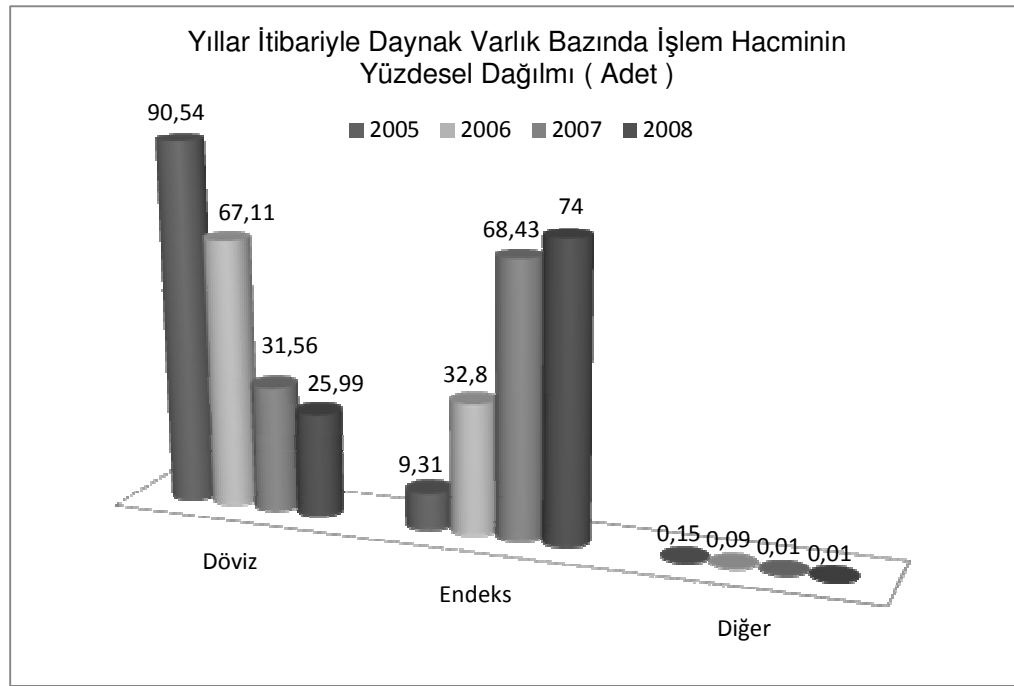
Şekil 1: VOB İşlem Hacminin Aylık Gelişimi



Şekil 2 : VOB Yıllık İşlem Hacminin Yıllar İtibariyle Gelişimi

İşlem hacimleri VOB' un açıldığı Şubat 2005' ten beri hızla artmıştır. Artış özellikle 2007 ve 2008 yıllarında oldukça yüksektir. İşlem hacimleri 2007 yılında bir önceki yıla göre neredeyse dört kat artmıştır. 2008' in ilk beş aylık döneminde ise neredeyse 2007 yılının yıllık işlem hacmi yakalanmıştır.

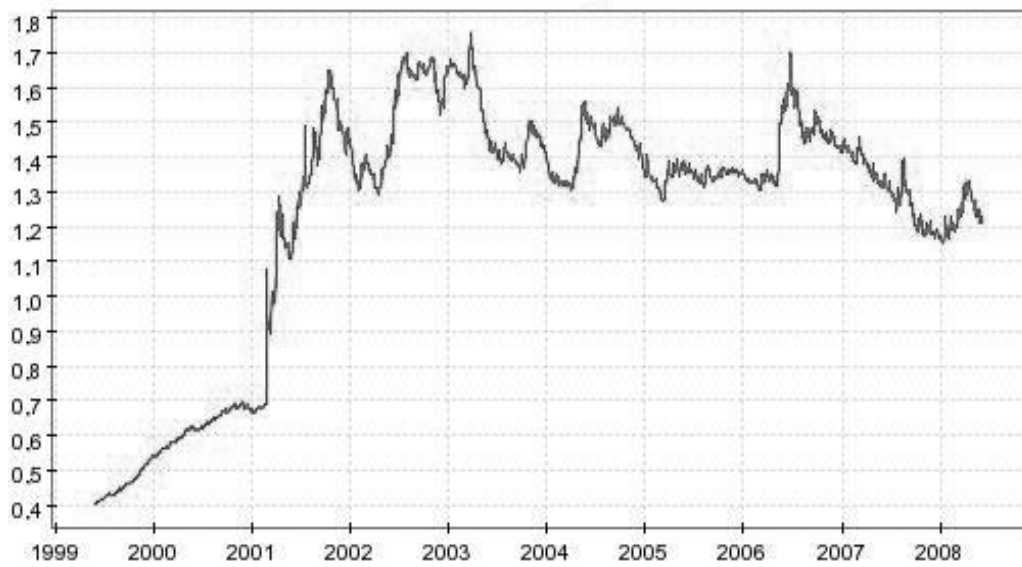
İşlem hacimlerinin dayanak varlık bazına yüzdesel dağılımları aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.



Şekil 3 : Yıllar İtibariyle Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacmini Yüzdesel Dağılımı (Adet)

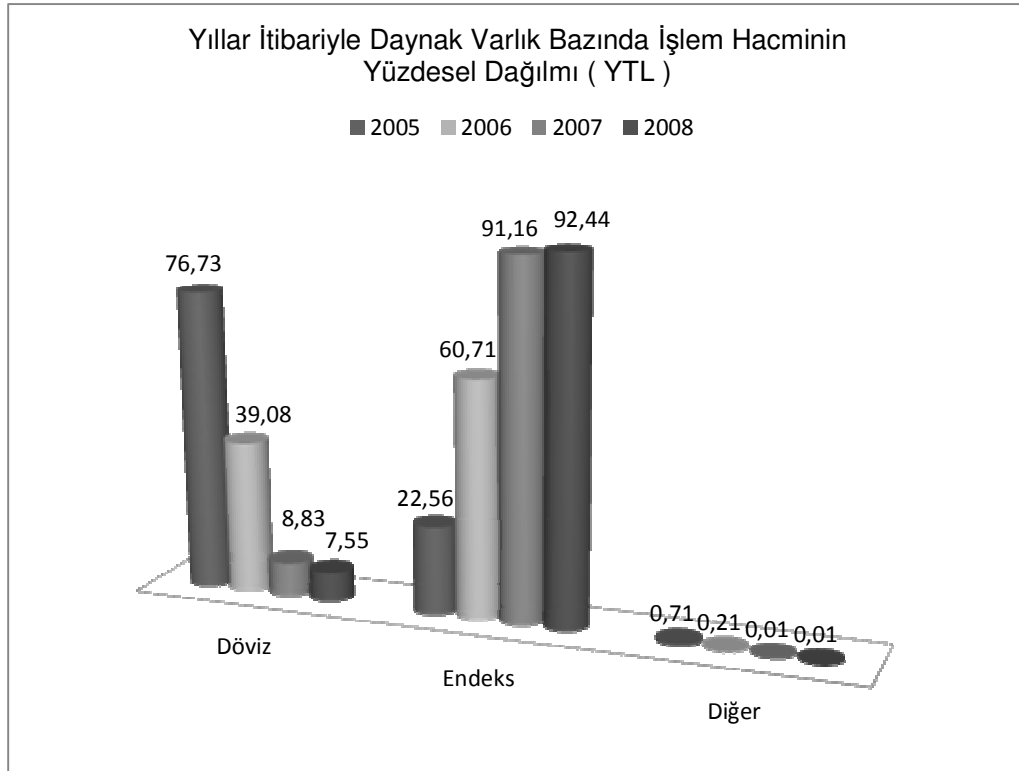
VOB' da gerçekleşen işlemlerin neredeyse tamamına yakını döviz ve endeks üzerine hazırlanmış sözleşmelerdir. VOB açıldığı yıl ağırlıklı olarak dövize dayalı sözleşmeler işlem görmüştür. Dövize dayalı sözleşmeler içerisinde de en büyük pay dolar sözleşmelerine aittir. Bunun temel nedeni

olarak Türkiye’de yıllardır yaşanan döviz dalgalanmalarından korunmak isteyen yatırımcıların, dövizle dayalı sözleşmelere yönelmesi olduğu düşünülmektedir. Ayrıca aşağıdaki dolar kuru grafiğinde de görüldüğü gibi, 2006 yılında kurda meydana gelen yüksek artış yatırımcılar tarafından tahmin edilerek, yatırımcılar korunma amacıyla döviz sözleşmelerine yönelmiştir. Daha sonraki yıllarda döviz endeksinde çok ciddi dalgalanmalar beklenmediği için dövizle dayalı sözleşmelerin işlem hacmi içerisindeki payı giderek azalmıştır.



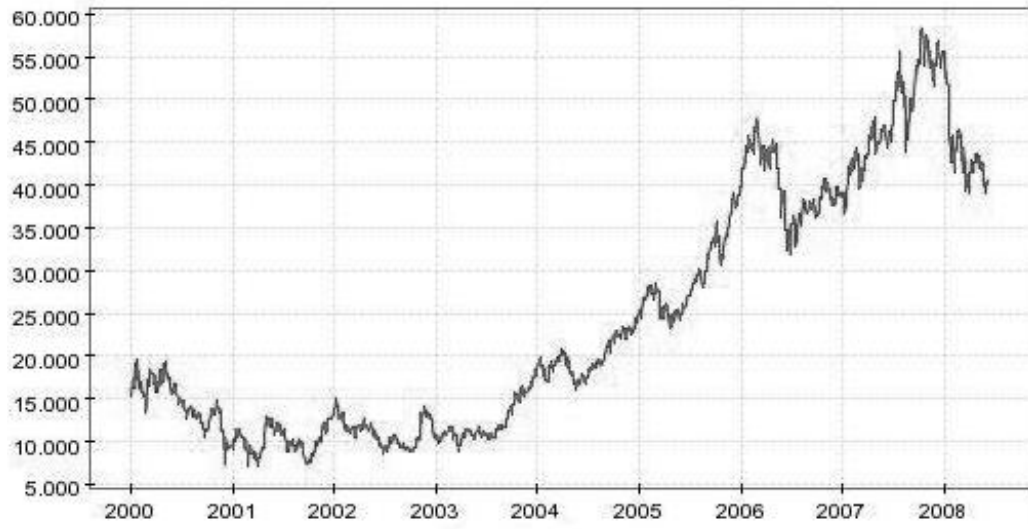
Şekil 4: Dolar Kuru Grafiği¹⁰⁵

¹⁰⁵ (Erişim) <http://www.koc.net/finans/finansalgrafik.jsp> 15Nisan 2008



Şekil 5 :Yıllar İtibariyle Dayanak Varlık Bazında İşlem Hacmini Yüzdesel Dağılımı (YTL)

Hisse senedi endeksine dayalı sözleşmelerin işlem hacmi içerisindeki payı ise giderek artmıştır. Özellikle 2006 yılından itibaren işlem hacminin büyük kısmını endekse dayalı sözleşmeler oluşturmuştur. Bunda hisse senedi piyasalarında yaşanan dalgalanmaların etkisi olmuştur. Şekil 6 da ki grafikte de görüldüğü üzere 2006 yılından itibaren endekste yaşanan dalgalanmalar yatırımcıların korunma amacıyla endekse dayalı sözleşmelere yönelmesine neden olmuştur.



Şekil 6 : İMKB - 100 Endeks Grafiği¹⁰⁶

VOB işlem hacmindeki hızlı artış kurulan bu borsanın yeni olmasına rağmen yatırımcılar tarafından benimsenmeye başlandığının göstergesidir. Dünya borsalarında işlem gören sözleşmelerde faize dayalı işlem sözleşmeleri çok ciddi işlem hacimlerine sahiptir. Ancak yukarıdaki grafiklerde görüldüğü üzere faize dayalı sözleşmeler, VOB' da işlem gören sözleşmeler arasında beklenen ilgiyi görmemiştir. Bunun temel nedeni piyasa yapıcıları ile yerli yatırımcıların beklenen ilgiyi göstermemesi ve istenen düzeyde yabancı yatırımcının piyasaya çekilememiş olmasıdır.

Dünyada sesli müzayede yönteminin bırakılarak uzaktan erişim imkânı sağlayan elektronik sistemlerin kullanılmaya başlanması maliyetlerde ciddi azalmalar yaşanmasını sağlamıştır. Bu gelişmeler neticesinde yerleşik borsalar, gelişen piyasalarda tutunabilmek ve rekabet edebilmek için birleşme yolunu seçmektedir. Birleşmelerin borsalara sağladığı bir fayda da, ciddi bir ek maliyetle karşılaşmadan daha geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşabilmeleridir. Ayrıca yatırımcılara farklı ürünler sunan borsalar birleşerek ürün yelpazelerini genişletmektedirler.

¹⁰⁶ (Erişim) <http://www.koc.net/finans/finansalgrafik.jsp> 15Nisan 2008

Dünyanın önde gelen borsaları da hem maliyetleri düşürmek hem de rekabet güçlerini arttırmak için birleşme yoluna gitmişlerdir. Bu birleşmelere örnek olarak “The German Futures and Options Exchange” in %50, “The Swiss Options and Financial Futures Exchange” in de oranında ortaklığıyla kurulan EUREX verilebilir. EUREX 2003 yılının ilk yarısında işlem hacmi yönünden dünyanın en büyük ikinci borsası haline gelmiş ve aynı yıl ABD de faaliyet göstermek için gerekli makamlara izin talebinde bulunmuş, 2004 yılında da ABD de faaliyetlerine başlamıştır.¹⁰⁷

Diğer önemli bir birleşme ise Amsterdam, Brüksel, Paris ve Lizbon borsalarının oluşturduğu Euronext’tir. Euronext daha sonra LIFFE’ yi de satın almıştır. Euronext LIFFE’ yi satın aldıktan sonra LIFFE’ nin elektronik alım satım sistemini kullanmaya başlamıştır. ABD de bulunan CME ve CBOT işlemlerini büyük oranda sesli müzayede yöntemiyle gerçekleştirmekteydi. Ancak elektronik sisteme sahip olan Eurex’ in ABD de işlem yapma yetkisi almasının ardından bu borsalarda elektronik işlem sistemine geçmişlerdir.

ABD de özellikle 2004 yılından itibaren elektronik sistemli ve internet tabanlı borsalar kurulmaya başlanmıştır. Kurulan borsalar sözleşme tutarlarının maksimum 10 ABD Doları düzeyinde olacağını ve 100 sözleşmeye kadar alınan komisyon tutarının 5 ABD Doları olacağını açıklamışlardır. Bu tip borsalara Hedge Street örnek olarak gösterilebilir. Ayrıca CME, CBOT ve NYMEX bazı ürünlerinde bu şekilde küçük tutarlı sözleşme tipleri oluşturmuştur.

Elektronik işlem sistemine sahip borsalar hem işlem hacmi yönünden hem de karlılık oranı yönünden sesli müzayede sistemine sahip geleneksel borsaları geride bırakmışlardır.

¹⁰⁷ “ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarında Genel Trendler”, **VOBJEKTİF**, Sayı 1, Haziran, 2004, s. 4

Dünyada, teknolojik gelişmelere sonucu, borsalar müşterilerine daha iyi hizmet vermek ve dolayısıyla işlem hacimlerini arttırmak için birleşmektedir. Takas merkezi olarak hizmet veren kuruluşlarda, vadeli işlemler borsaları gibi birleşme yoluna gitmektedirler. Bu tip birleşmelere 2004 yılında yaşanan, İngiltere ve Fransa takas merkezleri LCH (London Clearing House) Clearnet SA gösterilebilir.¹⁰⁸

Vadeli işlemler borsalarında gerçekleştirilen işlemlerin takası, takas merkezi tarafından garanti edilmektedir. Ancak bu durumun bazı istisnaları da görülebilmektedir. Örneğin Türkiye’de VOB da gerçekleştirilen işlemlerin takası, Takasbank tarafından garanti edilmektedir. Fakat sağlanan garanti sadece işlem teminatları ve garanti fonu kaynakları ile sınırlıdır. Yani tam garanti sağlanmamaktadır. Bu duruma benzer bir uygulama Japonya’da OSE’ de uygulanmaktaydı. 1999 yılında yapılan bir düzenleme ile merkezi takas tarafı uygulamasına geçerek tam garanti verilmeye başlanmıştır.¹⁰⁹

VOB’ da takas merkezi üyeliği için doğrudan ve genel takas üyeliği olmak üzere 2 tip üyelik şekli benimsenmesine rağmen başlangıçta tüm borsa üyeleri doğrudan takas üyesi olarak kabul edilmiştir. Dünyada tüm üyelerin doğrudan takas merkezi üyesi olarak kabul edildiği başka bir uygulama bulunmamaktadır.¹¹⁰

Müşteri hesapları genelde tek bir hesap altında toplu olarak takip edilmektedir. VOB’ da hesaplar müşteri bazında açılmakta ve tüm işlemler ayrı ayrı müşteri hesabında takip edilmektedir. Bu tercihin sebebi hisse senedi piyasasında da aynı sistemin benimsenmiş olması olarak açıklanabilir. Çünkü takas merkezi olan Takasbank aynı zamanda İMKB de takas hizmeti vermektedir ve orada kullanmış olduğu sistemi VOB’ da da

¹⁰⁸ Engin Kurun, “ VOB Takas Merkezi’nin Dünyadaki Takas Merkezleri ile Karşılaştırılmalı Analizi”, **VOBJEKTİF**, Sayı 6, Eylül, 2005, s. 28

¹⁰⁹ Engin Kurun, “ VOB Takas Merkezi’nin Dünyadaki Takas Merkezleri ile Karşılaştırılmalı Analizi”, **VOBJEKTİF**, Sayı 6, Eylül, 2005, s. 27

¹¹⁰ Engin Kurun, “ VOB Takas Merkezi’nin Dünyadaki Takas Merkezleri ile Karşılaştırılmalı Analizi”, **VOBJEKTİF**, Sayı 6, Eylül, 2005, s. 27

kullanmaktadır. Hem İMKB hem de VOB' da takas hizmeti verilmesi her iki borsanın da üyesi olan takas üyeleri açısından teminat yönetiminde, program desteği sağlanmasında, mevcut alt yapının her iki borsada da kullanılabilmesi gibi önemli avantajlar sağlamaktadır.

Takasbank gibi hem spot hem vadeli işlem takası verilen ülkeler arasında Almanya, Avustralya, Avusturya, Brezilya, Danimarka, Fransa, İsviçre sayılabilir.¹¹¹ Bununla birlikte Takasbank gibi hem merkezi takas, hem merkezi saklama kuruluşu hem de bankacılık faaliyeti veren başka bir vadeli işlem takas merkezi bulunmamaktadır.

Vadeli işlemler borsalarında çeşitli matematiksel yöntemlerle olası kayıplar tahmin edilmekte ve bu kaybı karşılayacak düzeyde teminatın takas merkezindeki hesaplarda olması sağlanmaktadır. Türkiye'de ise ödenecek teminat miktarı sözleşme bazında maktu olarak belirlenmiştir. Dünyada sözleşme bazında teminatlandırmaya dayalı risk yönetimi yapan başka bir takas merkezi bulunmamaktadır.¹¹²

Genellikle günlük kar zarar tutarları takas merkezlerince üyelerden ayrıca tahsil edilmektedir ancak VOB' da oluşan zararlarda bu tutar nakit teminatlardan kesilmekte, kar oluşması durumunda bu tutar kar eden hesabın nakit teminatlarına eklenmektedir. VOB' da teminatların en az % 30' unun nakit bulundurulma zorunluluğu sistemin sorunsuz çalışmasını sağlamaktadır. Ayrıca Takasbank'ta bankacılık faaliyetlerinde sunulması sayesinde, müşterilerin istemesi halinde, hesaplarında toplanan fazla nakit teminatlar hesaplarına EFT yoluyla gönderilebilmektedir.

Takasbank nezdinde tutulan nakit teminatların nemalandırılması uygulaması da başarılı bir şekilde uygulanmaktadır. Dünyada takas bankası

¹¹¹ Engin Kurun, "VOB Takas Merkezi'nin Dünyadaki Takas Merkezleri ile Karşılaştırılmalı Analizi", **VOBJEKTİF**, Sayı 6, Eylül, 2005, s. 27

¹¹² Engin Kurun, "VOB Takas Merkezi'nin Dünyadaki Takas Merkezleri ile Karşılaştırılmalı Analizi", **VOBJEKTİF**, Sayı 6, Eylül, 2005, s. 29

hizmeti ayrıca sunulduğundan teminatların nemalandırılması gibi bir uygulama ile karşılaşılmamaktadır. Benzer bir uygulamaya ABD de CME başlamıştır.¹¹³ JP Morgan aracılığı ile aylık olarak nemalandırma yapmaktadır.

3.1 UYGULAMA ÖRNEĞİ

Bu örnekte, ABD Doları vadeli işlem sözleşmesinde uzun pozisyon alan bir yatırımcının her gün elde etmiş olduğu kar/zarar ve gün sonundaki teminat hesabı bakiyesi ve yatırımcının muhasebe kayıtları görülmektedir.

Yatırımcı 7 Haziran 2005'te, Haziran ayı sonuna değin ABD Doları kurunun yükseleceğini tahmin etmiş ve Haziran 2005 vadeli ABD Doları sözleşmesinde 1,5135 YTL'lik kurdan bir uzun pozisyon almıştır.

Pozisyonunu almadan önce ABD Doları vadeli işlem sözleşmesinin başlangıç teminatı olan 150 YTL'yi teminat hesabına yatırmıştır.

Sözleşmenin sürdürme teminatı ise başlangıç teminatının %75'i,

$$150 \text{ YTL} \times 0,75 = 112,5 \text{ YTL 'dir.}$$

Bu tarihten itibaren vadeli işlem sözleşmesinin gün sonu uzlaşma fiyatı, yatırımcının o gün elde ettiği kar veya zarar, gün sonundaki teminat hesabı bakiyesi aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

¹¹³ Engin Kurun, “ VOB Takas Merkezi'nin Dünyadaki Takas Merkezleri ile Karşılaştırılmalı Analizi”, **VOBJEKTİF**, Sayı 6, Eylül, 2005, s. 29

Tarih	VİS Gün Sonu Uzlaşma Fiyatı (YTL)	Kar/Zarar (YTL)	Teminat Bakiyesi (YTL)	Teminat Tamamlama Çağrısı (YTL)
	1.5135		150.00	
7 Haziran	1.5190	5.50	155.50	
8 Haziran	1.5000	-19.00	136.50	
9 Haziran	1.5165	16.50	153.00	
10 Haziran	1.4760	-40.50	112.50	37.50
11 Haziran			150.00	
12 Haziran			150.00	
13 Haziran	1.4635	-12.50	137.50	
14 Haziran	1.4510	-12.50	125.00	
15 Haziran	1.4375	-13.50	111.50	38.50
16 Haziran	1.4470	9.50	159.50	
17 Haziran	1.4650	13.50	173.00	
18 Haziran			173.00	
19 Haziran			173.00	
20 Haziran	1.4825	22.00	195.00	
21 Haziran	1.4800	-2.50	192.50	
22 Haziran	1.4975	17.50	210.00	
23 Haziran	1.5230	25.50	235.50	
24 Haziran	1.5215	-1.50	234.00	
25 Haziran			234.00	
26 Haziran			234.00	
27 Haziran	1.5460	24.50	258.50	
28 Haziran	1.5550	9.00	267.50	
29 Haziran	1.5675	12.50	280.00	
30 Haziran	1.5735	6.00	286.00	

7 Haziran 2005

Yatırımcının vadeli işlem sözleşmesi satın aldığı bu tarihte ABD Doları sözleşmesinin gün sonu uzlaşma fiyatı 1,5190 YTL/\$ olmuştur.

Uzun pozisyon almış olan yatırımcı vadeli fiyatlar gün içinde yükseldiği için kar elde etmiştir.

Yatırımcının gün sonundaki karı

$(1,5190 - 1,5135) \text{ YTL/\$} \times 1.000 \$ = 5,50 \text{ YTL}$ olmuştur.

Bu karla birlikte yatırımcının teminat hesabı 155,50 YTL'ye yükselmiştir. Yatırımcı dilerse 5,50 YTL'yi gün sonunda hesabından çekebilecektir.

07/06/2005		
126 Verilen Depozito ve Teminatlar	150	
100 Kasa		150
Başlangıç teminatının ödenmesi		
07/06/2005		
922 Future dan Borçlular	1513,5	
923 Future dan Alacaklılar		1513,5
Future sözleşmesinin alınması		

07/06/2005		
127 Diğer Ticari Alacaklar	5,5	
646 Kambiyo Karları		5,5
Sözleşmenin değerinin artması ile oluşan gelirin kaydı		

8 Haziran 2005

Sözleşmenin gün sonu uzlaşma fiyatı 1,5000 YTL/ABD Doları'dır. Fiyatlar bir önceki günün uzlaşma fiyatına göre düştüğü için yatırımcı zarar etmiştir.

Yatırımcının zararı $(1,5190 - 1,5000) \text{ YTL/\$} \times 1.000 \$ = 19,00 \text{ YTL}$ olmuştur.

Bu günün sonunda yatırımcının teminat hesabı bakiyesi
 $155,50 - 19,00 = 136,50 \text{ YTL'ye}$ gerilemiştir.

Hesabın bakiyesi sürdürme seviyesi olan 112,5 YTL'nin altına düşmediğinden yatırımcıya teminat tamamlama çağrısı yapılmaz.

08/06/2005		
656 Kambiyo Zararları	19	
329 Diğer Ticari Borçlar		19
Sözleşmenin değerinin düşmesi oluşan giderin kaydı		

9 Haziran 2005

Gün sonu uzlaşma fiyatının artması ile yatırımcı kar etmiştir.

09/06/2005		
127 Diğer Ticari Alacaklar	16,5	
646 Kambiyo Karları		16,5
Sözleşmenin değerinin artması ile oluşan gelirin kaydı		

10 Haziran 2005

Gün sonu uzlaşma fiyatı 9 Haziran 2004 gün sonu uzlaşma fiyatına göre gerilemiş, 1,4760 YTL/ABD Doları'na düşmüştür. Bu yüzden, yatırımcı zarar etmiştir.

Yatırımcının zararı $(1,5165 - 1,4760) \text{ YTL/\$} \times 1.000\$ = 40,50 \text{ YTL}$ 'dir. Yatırımcının teminat hesabı ise $153 - 40,50 = 112,50 \text{ YTL}$ 'ye gerilemiş ve sürdürme teminatı seviyesine düşmüştür. Bu sebeple, yatırımcıya teminat tamamlama çağrısı yapılmış, teminatını başlangıç teminatı seviyesine yükseltmesi istenmiştir. Yatırımcı, 37,50 YTL yatırarak, teminat hesabı bakiyesini 150 YTL'ye yükseltmiştir.

10/06/2005		
656 Kambiyo Zararları	40,5	
329 Diğer Ticari Borçlar		40,5
Sözleşmenin değerinin düşmesi oluşan giderin kaydı		
10/06/2005		
126 Verilen Depozito ve Teminatlar	37,5	
100 Kasa		37,5
Tamamlama teminatının yatırılması		

11 ve 12 Haziran 2005 tarihleri hafta sonuna denk gelmiş, VOB' da işlem gerçekleşmemiş ve kar/zarar söz konusu olmamıştır.

13 Haziran 2005

Gün sonu uzlaşma fiyatı tekrar bir önceki güne göre düştüğü için yatırımcı 12,50 YTL zarar etmiş ve 150 YTL'ye yükseltmiş olduğu teminat hesabı 137,50 YTL'ye gerilemiştir.

13/06/2005		
656 Kambiyo Zararları	12,5	
329 Diğer Ticari Borçlar		12,5
Sözleşmenin değerinin düşmesi oluşan giderin kaydı		

14 Haziran 2005

Gün sonu uzlaşma fiyatı tekrar düştüğü için yatırımcı 12,50 YTL zarar etmiştir.

14/06/2005		
656 Kambiyo Zararları	12,5	
329 Diğer Ticari Borçlar		12,5
Sözleşmenin değerinin düşmesi oluşan giderin kaydı		

15 Haziran 2005

Gün sonunda yatırımcının teminat hesabı bakiyesi tekrar 112,5 YTL'nin altına düşmüştür.

Yatırımcı teminat tamamlama çağrısına maruz kalmış, bakiyesini başlangıç teminatı seviyesi olan 150 YTL'ye çekebilmek için 38,50 YTL ek teminat yatırmıştır.

15/06/2005		
656 Kambiyo Zararları	13,5	
329 Diğer Ticari Borçlar		13,5
Sözleşmenin değerinin düşmesi oluşan giderin kaydı		
15/06/2005		
126 Verilen Depozito ve Teminatlar	38,5	
100 Kasa		38,5
Tamamlama teminatının yatırılması		

16 Haziran 2005

Bu tarihten sonra yatırımcının öngörülleri doğrulanmaya başlamış ve ABD Doları vadeli işlem sözleşmesinin fiyatları yükselişe geçmiştir. Yatırımcının teminat hesabı bakiyesi bu tarihten sonra artmıştır. Yatırımcı, her gün sonunda teminat hesabının 150 YTL'nin üstünde kalan kısmını çekebilme hakkına sahiptir.

16/06/2005		
127 Diğer Ticari Alacaklar	9,5	
646 Kambiyo Karları		9,5
Sözleşmenin değerinin artması ile oluşan gelirin kaydı		

17 Haziran 2005

Uzlaşma fiyatı bir önceki güne göre arttığı için yatırımcı 13,50 YTL kar elde etmiştir.

17/06/2005		
127 Diğer Ticari Alacaklar	13,5	
646 Kambiyo Karları		13,5
Sözleşmenin değerinin artması ile oluşan gelirin kaydı		

20 Haziran 2005

Uzlaşma fiyatı bir önceki güne göre arttığı için yatırımcı 22 YTL kar elde etmiştir.

20/06/2005		
127 Diğer Ticari Alacaklar	22	
646 Kambiyo Karları		22
Sözleşmenin değerinin artması ile oluşan gelirin kaydı		

21 Haziran 2005

Uzlaşma fiyatı bir önceki güne göre azaldığı için yatırımcı zarar etmiştir.

21/06/2005		
656 Kambiyo Zararları	2,5	
329 Diğer Ticari Borçlar		2,5
Sözleşmenin değerinin düşmesi oluşan giderin kaydı		

22 Haziran 2005

Uzlaşma fiyatı bir önceki güne göre arttığı için yatırımcı kar etmiştir.

22/06/2005		
127 Diğer Ticari Alacaklar	17,5	
646 Kambiyo Karları		17,5
Sözleşmenin değerinin artması ile oluşan gelirin kaydı		

23 Haziran 2005

Uzlaşma fiyatı bir önceki güne göre arttığı için yatırımcı kar etmiştir.

23/06/2005		
127 Diğer Ticari Alacaklar	25,5	
646 Kambiyo Karları		25,5
Sözleşmenin değerinin artması ile oluşan gelirin kaydı		

24 Haziran 2005

Uzlaşma fiyatı azaldığı için yatırımcı zarar etmiştir.

24/06/2005		
656 Kambiyo Zararları	1,5	
329 Diğer Ticari Borçlar		1,5
Sözleşmenin değerinin düşmesi oluşan giderin kaydı		

27 Haziran 2005

Uzlaşma fiyatı arttığı için yatırımcı kar etmiştir.

27/06/2005		
127 Diğer Ticari Alacaklar	24,5	
646 Kambiyo Karları		24,5
Sözleşmenin değerinin artması ile oluşan gelirin kaydı		

28 Haziran 2005

Uzlaşma fiyatı arttığı için yatırımcı kar etmiştir.

28/06/2005		
127 Diğer Ticari Alacaklar	9	
646 Kambiyo Karları		9
Sözleşmenin değerinin artması ile oluşan gelirin kaydı		

29 Haziran 2005

Uzlaşma fiyatı arttığı için yatırımcı kar etmiştir.

29/06/2005		
127 Diğer Ticari Alacaklar	12,5	
646 Kambiyo Karları		12,5
Sözleşmenin değerinin artması ile oluşan gelirin kaydı		

30 Haziran 2005

Uzlaşma fiyatındaki artış ile yatırımcı kar elde etmiştir. Vade sonunda yatırımcının toplam karı hesaplara geçmiştir.

30/06/2005		
127 Diğer Ticari Alacaklar	6	
646 Kambiyo Karları		6
Sözleşmenin değerinin artması ile oluşan gelirin kaydı		
30/06/2005		
329 Diğer Ticari Borçlar	102	
100 Kasa	60	
127 Diğer Ticari Alacaklar		162
Sözleşmeden doğan olumlu farkın tahsili		

30/06/2005		
923 Future dan Alacaklılar	6	
922 Future dan Borçlular		6
Sözleşmenin iptali		
30/06/2005		
100 Kasa	226	
126 Verilen Depozito ve Teminatlar		226
Sözleşmeden doğan olumlu farkın tahsili		

Özet Olarak

Yatırımcı, ABD Doları vadeli işlem sözleşmesini 1,5135 YTL/ABD Doları fiyattan satın almıştır.

Vade sonu uzlaşma fiyatı ise 1,5735 YTL/ABD Doları olmuştur. Yatırımcının elde etmesi beklenen kar

$$(1,5735 - 1,5135) \text{ YTL/\$} \times 1.000\$ = 60,00 \text{ YTL'dir.}$$

Bu karın gerçekleşip gerçekleşmediğini inceleyelim:

Yatırımcı teminat hesabına, vadeli işlem sözleşmesi satın almadan önce 150 YTL yatırmış, ardından iki kez teminat tamamlama çağrısına maruz kalmış ve toplam $(37,50 + 38,50) = 76$ YTL ek teminat yatırmıştır.

Toplam yatırımı $(150+76) = 226$ YTL'dir.

Vade sonu geldiğinde ise hesabında 286 YTL bakiye mevcuttur.

Yatırımcının kazancı $286 - 226 = 60,00$ YTL olmuştur.

Yatırımcı ABD Doları vadeli işlem sözleşmesi satın alarak ABD Doları'nın 30 Haziran 2005'te satın alınacağı fiyatı sabitlemiştir. Bu tarih geldiğinde ABD Doları'nın spot piyasada satın alındığı fiyatla (vade sonu uzlaşma fiyatı) vadeli işlem sözleşmesi ile sabitlenmiş olan ABD Doları fiyatı karşılaştırılarak aradaki fark yatırımcının hesabına aktarılmıştır.

Görüldüğü gibi, uzlaşma ABD Doları'nın vadeli işlem sözleşmesi ile anlaşılan fiyattan fiziken teslim alınması yoluyla gerçekleşmemiştir. Sadece kar (zarar da olabilirdi) teminat hesabına yansıtılmıştır.

SONUÇ

Vadeli işlemler piyasalarının tarihi çok eski zamanlara dayanmaktadır. Günümüzdeki anlamıyla vadeli işlemlerin başlangıcı 1800'lü yıllara dayanmaktadır. İlk olarak tarımsal ürünlerde vadeli işlemlerle karşılaşmıştır. Bunun nedeni vadeli işlemler piyasalarının asli fonksiyonlarından olan risk yönetimidir. Tarım üreticilerinin, tarımsal ürün fiyatlarında meydana gelen dalgalanmalar sonucu kendilerini fiyat riskine karşı korumak amacıyla ileri tarihli ürün satmaları ile vadeli işlemler başlamış olmaktadır.

Daha sonraki yıllarda vadeli işlemlere konu olan varlıklarda artışlar olmuştur. Fiyat dalgalanmalarının çok olduğu yıllarda tarımsal ürünlere dayalı vadeli işlemler, döviz kurlarının dalgalanmaya bırakıldığı yıllarda dövize dayalı vadeli işlemler ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla bu piyasaların ekonomik gereklilikler sonucunda, riskin arttığı dönemlerde ortaya çıktıkları ve buna bağlı olarak da gelişimini sürdürdüğü sonucuna ulaşılmaktadır.

Son yıllarda dünyada yaşanan finansal dalgalanmalar sonucu vadeli işlemler tarım ürünlerinden çok finansal ürünlere dayalı olarak gerçekleştirilmektedir. Bu durum vadeli işlemlerin asıl amacı olan risk yönetiminin doğal bir sonucudur. Çünkü yaşanan dalgalanmalar finans sektörü ve bu sektöre yatırım yapanların korunma ihtiyacını arttırmıştır.

Vadeli işlemler piyasalarının sağladığı faydalardan biri olan risk yönetimi ile ilgili bir benzetme yapmak gerekirse; nasıl bir kişi gece karanlık bir yolda yürürken endişeli ve risklere açıksa ve o kişiye bir el feneri verdiğimizde önünü görerek emin adımlarla yürüyorsa, vadeli işlemler piyasaları da ekonomide faaliyet gösteren kişilerin riskli ortamlarda belirli bir vadeye kadar geleceği görmelerini sağlamaktadır.

Vadeli işlemler piyasaları, düzgün çalışmaları durumunda gelecekte oluşacak fiyatlar konusunda ekonomik birimlere referans olacaktır. Bu

piyasalarda küçük miktarda paralar ile yüksek miktarda kazanç elde etme imkânı oluşu firmaları ve bireyleri bu piyasalara çekecektir. Bu durumda piyasada likidite artışına yol açacaktır. Ancak unutulmaması gereken husus, küçük miktardaki paralar ile büyük kazançlar sağlamak fikri güzel olsa da, piyasalar tanınmadan kazanç umudu ile piyasalarda işlem yapılmaya kalkılması ve yanlış stratejiler seçilmesi yatırımcılar için beklenenin aksine zararların ortaya çıkmasına neden olabilir.

Vadeli işlemler piyasaları ekonomik gelişmeye de katkıda bulunmaktadır. Vadeli işlemler piyasalarının kurulması ile bu borsalarda işlem yapacak kişi ve kuruluşlara aracılık edecek kurumların, bu hizmetleri nedeniyle müşterilerinin işlemlerinden belirli bir oranda komisyon alacaklardır. Bu piyasaların işlem hacimlerindeki artışla doğru orantılı olarak aracı kurumlarında gelirlerinde ciddi artışlar olacağı kesindir. Ayrıca geleceğe yönelik fiyatlara referans oluşturacak düzeyde gelişmiş bir borsanın varlığı, kişi veya kurumların daha doğru yatırım kararları almasını sağlayacaktır. Vadeli işlemler piyasaları sayesinde yatırımcıların, sahip oldukları fonları değerlendirirken karşılaştıkları finansman maliyetleri düşecektir.

1980'lerin sonuna kadar vadeli işlemler borsaları genelde gelişmiş ülkelerde mevcuttu. 1990'ların başından itibaren bu borsalar gelişmekte olan ülkelerde de kurulmaya başlanmıştır. Gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik riskler göz önüne alındığında bu borsaların ülkelerin kalkınması yardımcı olacağı beklenmektedir. Ancak vadeli işlemler borsalarının ekonomik kalkınmaya yardımcı olması için ülkenin ekonomik açıdan belirli bir gelişmişlik düzeyine sahip olması gerekmektedir. Nitekim Türkiye'de 1997 yılında İstanbul Altın Borsası'nda altına dayalı vadeli işlemler, 2001 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda dövizde dayalı vadeli işlemler yapılmaya başlanmıştır. Ancak o dönemlerde Türkiye'de yaşanan yüksek enflasyon, yüksek fiyat dalgalanmaları, sıcak para akışı nedeniyle dövizin aşırı oynaklığı gibi nedenlerle yaşanan ekonomik istikrasızlıklar bu

piyasaların işlem hacminin düşük kalmasına ve gelişememesine neden olmuştur.

Vadeli işlemler piyasalarının temel fonksiyonlarından biri risk yönetimidir. Fakat önceki yıllarda yaşanan ekonomik ve siyasal istikrarsızlıklar piyasada riskten ziyade belirsizlik ortamı yaşatmaktaydı. Belirsizlik riskten farklı bir kavramdır ve belirsizlik ölçülemez. Türkiye’de oluşan belirsizlik ortamında risk yönetimi yapmak ve risk yönetimi kurumlarını kullanmak mümkün olmamıştır. Bu durum belirsizlik ortamında vadeli işlemler piyasalarının kurulması halinde dahi kullanılamadığının göstergesidir.

Yaşanan teknolojik gelişmeler sonucunda vadeli işlemler borsaları sesli müzayede sistemini terk ederek, bilgisayarla uzaktan erişim imkanı sağlayan sistemlere geçilmiştir. Bu gelişmeler sonucunda borsaların maliyetlerinde bir düşüş yaşanmıştır ve elektronik sistemli borsalar rekabet açısından bir üstünlük yaşamışlardır. Borsaların rekabet açısından üstünlük sağlaması, ek maliyetle karşılaşmadan ürün yelpazesinin genişletilmesi gibi nedenler ile borsalar birleşme yoluna gitmişlerdir. Türkiye’de VOB’ un açılması ile İMKB ve İAB bünyesinde gerçekleştirilen vadeli işlemlere son verilmiş ve bu borsada gerçekleştirilen vadeli işlemler VOB bünyesinde devam etmektedir. Dolayısıyla Türkiye’de de, her ne kadar iki borsa birleşmemiş olsa da vadeli işlemlerin tek borsada toplanması nedeniyle, dünyadaki uygulamalara benzer bir durum yaşanmıştır.

Kore piyasalarında işlem gören Kospi 200 Vadeli İşlem Sözleşmesi ve Kospi 200 Opsiyon Sözleşmesi (2004 yılından beri Kore Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası KOFFEX’ te işlem görmektedir) yeni kurulan veya kurulacak olan vadeli işlemler borsaları için cesaret verici örneklerdir. Kore borsasında işlem gören bu sözleşmelerin işlem hacimleri çok yüksek düzeyler ulaşmıştır. Bunun ana nedeni sözleşme büyüklüklerinin küçük tutularak bireysel yatırımcılarında piyasalara çekilmesidir. Ayrıca özellikle 90 lı yıllardan sonra kullanımı yaygınlaşan internet ve bilgisayarında bu

gelişimde etkisi olmuştur. Çünkü Kore kişi başına internet kullanımı konusunda dünyada en çok gelişen ülke olmuştur. Borsanın da internet üzerinden alım satımlarda uygulanan komisyon oranının çok düşük tutması bölgedeki yatırımcıları borsaya çekmiştir. Ayrıca borsa açıldıktan sonra çok kapsamlı bir şekilde sözleşmelerin tanıtılması, hemen hemen her gün televizyon kanallarında tanıtım programları yapılmıştır.

Kospi 200 sözleşmelerinin yakaladığı başarı tüm dünyanın dikkati çekmiştir. Bu sözleşmelerin 2007 yılına kadar yakalamış olduğu yüksek artış grafiği, Amerika'da bazı borsaların sözleşme büyüklüğü küçük tutarlı sözleşmeler hazırlamasına neden olmuştur. Kospi sözleşmeleri küçük tutarlı sözleşmelerin yüksek başarı sağladığı göstermektedir. Yapılan araştırmalarda, bu sözleşmelerin daha çok korunma amaçlı mı yoksa spekülasyon amaçlı mı kullanıldığı konusunda kesin bulgular elde edilememekle birlikte, daha çok spekülasyon amaçlı kullanıldığı yönünde bir kanaat oluşmuştur. Yakalanan yüksek işlem hacmi piyasasının başarılı olduğunu göstergesidir. Fakat oluşan fiyatların geleceğe yönelik fiyat tahminleri için ne derece kullanılabileceği ve yatırımcıları riskten korumak açısından ne kadar başarılı olduğu tartışılır. Dolayısıyla sözleşme büyüklüğü küçük tutarlı sözleşmelerin piyasaların işlem hacmini arttırdığı bir gerçektir. Bununla birlikte bu sözleşmelerin geleceğe yönelik fiyat tahmini, risk yönetimi gibi amaçlardan uzaklaştığı ve ekonomik açıdan başarısız olduğu söylenebilir.

Yaşanan birleşmelerden sonra borsalar işlem hacimlerini ve karlarını arttırmak amacıyla sürekli yeni sözleşmeler hazırlamaktadır. Hatta Eurex yeni sözleşmelerle yetinmeyip Amerika'da işlem yapmaya başlamıştır. Farklı bir kıtada işlem yapması nedeniyle işlem saatlerini uzatmıştır. Buna karşılık olarak CBOT elektronik işlem saatini günlük 22 saate çıkartmıştır. Vadeli işlemler piyasalarının farklı ülkelerde ve hatta farklı kıtalarda işlem yapmaya başlamaları, borsaların işlem saatlerini arttırmalarına neden olmuştur.

VOB açıldığı günden itibaren işlem hacmi hızla artmaktadır. İşlem hacmindeki özellikle 2006 yılındaki artışın arkasında işlem saatlerinin spot piyasaları da kapsayacak şekilde arttırılmasının etkisi büyüktür. Takas işlemleri için T+1 uygulamasına geçilmesi de yatırımcılar açısından olumlu bir gelişme olmuştur. Ayrıca Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsa'sında elde edilen kazançlarda tevkifat oranının sıfır olması da birçok yatırımcıyı cezpetmektedir. VOB' da işlem hacminin hızla yükselmesi borsa açısından olumlu bir gelişmedir. Ancak işlemlerin neredeyse tamamının endeks ve dövizle dayalı sözleşmeler üzerine olması borsanın daha çok tanıtılması gerektiğini göstermektedir. Çünkü bu durum daha çok kurumsal yatırımcıların borsada işlem yaptıklarını göstermektedir. Bununla birlikte Türkiye'de tarım sektöründeki üreticilerin eğitim düzeyinin düşük oluşu ve üretimin daha çok bireysel üreticiler tarafından yapılması VOB' da işlem gören buğday ve pamuk sözleşmelerine ilginin düşük kalmasının nedenidir.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ülkemizde kurulan ilk özel borsadır. VOB un kurulması ile 2005 yılında İMKB, 2006 yılında İAB bünyesindeki vadeli işlemlere son verilmiştir. VOB un kuruluşundan itibaren üye sayısı ve işlem hacmi hızla artmaktadır. Yeni bir borsa olmasına rağmen hızla büyümekte ve ülkemiz ekonomisinde risk yönetimi açısından önemli bir boşluğu doldurmaktadır.

KAYNAKÇA

- AKGÜÇ, Öztin, **Finansal Yönetim**, İstanbul 1994
- BİRSEN, Osman, “Vadeli Piyasalar ve Türkiye”, **Vobjektif**, Sayı:4,Şubat 2005, sayfa:7 – 8
- CEYLAN, Ali, **Finansal Teknikler**, Bursa 1995
- CHAMBERS, Nurgül R., **Türev Piyasalar**, İstanbul: Avcıol, 1998
- COŞKUN, Ali, “Vadeli İşlemler Piyasalarında Elektronik Ticaret ve İMKB Vadeli İşlemler Piyasası”, **Banka: Mali ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl: 39, No: 5, Mayıs 2002, sayfa: 77-91
- DEMİRBİLEK, Müslüm, **Vobjektif**, Sayı:4,Şubat 2005, sayfa:10 – 11
- DÖNMEZ, Çetin Ali, **Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş**, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2002
- ERGİNCAN, Yakup, **Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri Portföy Yönetiminde Kullanılan Ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, Ankara: SPK, 1996
- ERGÜN, İbrahim, “**Vadeli İşlemler Piyasası ve Bu Piyasada İşlem Yapan Broker’lerin Eğitim Süreci**”, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2003
- EROL, Ümit, **Futures Piyasaları: Teori ve Pratik**, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği, 1994
- <http://www.kocnet.net>
- <http://vadeliislemler.net>
- <http://www.vadeli.freeservers.com>
- <http://www.vob.org.tr>
- III. Sermaye Piyasaları Arenası Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Risk Yönetimi 3 Şubat 2005 İzmir
- KARACAER, Semra, **Vadeli İşlemler Piyasası Araçları Ve Muhasebe Uygulamaları**, Ankara, 1997
- KARSLI, Muharrem, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, İstanbul: İrfan Yayıncılık, 1994
- KURUN, Engin, “ VOB Takas Merkezi’nin Dünyadaki Takas Merkezleri ile Karşılaştırılmalı Analizi”, **VOBJEKTİF**, Sayı 6, Eylül, 2005, s. 27 -30

ÖNCE, Saime, **Türev Ürünlerin Muhasebe Sorunları ve Bankalar için Muhasebeleştirme Şekilleri**, Eskişehir 1995

ÖRTEN, Remzi, ÖRTEN, İpek, **Türev Finansal Araçlar ve Muhasebe Uygulamaları**, Ankara 2001

TENKER, Nejat, **Finansal Muhasebe**, Ankara, Gazi Kitabevi, 1997

TENKER, Nejat, SEVİLENGÜL, Orhan, “Özellik Gösteren İşlemlerin Muhasebeleştirilmesi”, **Bankacılar**, Nisan 1993, Sayı 11

TUNCER, Haydar Oğuz, **Ticaret Borsaları ve Vadeli İşlem Piyasaları (Forward – Futur – Options)**, Ankara 1994

Türev Araçlar Lisanslama Rehberi, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Mart 2007

http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/turev_araclar_kilavuzu.pdf

Türk Finans Sektöründe İstanbul Altın Borsası, İstanbul Altın Borsası Eğitim Yayınları No:1

Vadeli İşlem Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler–1, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Şubat 2007,

http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen1.pdf

Vadeli İşlem Opsiyon Borsası A.Ş. Genelgeler–2, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş., Kasım 2006,

http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/EduDocs/vob_gen2.pdf

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Genelgeleri **Genelge No: 2005/5: Takas ve Temerrüt Esasları**,

<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-5.pdf>

Vadeli işlem ve Opsiyon Borsası Genelgeleri **Genelge No:2005/3:Üyelik Esasları**, <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-3.pdf>

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Genelgeleri **Genelge No:2005/7: Garanti Fonunun Kuruluş ve İşleyiş Esasları**,

<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-7.pdf>

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği,

http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/docs/vadeli_yonetme.asp

Vadeli işlemler ve Opsiyon Borsası Genelgeleri **Genelge No:2005/6: Teminatlandırma ve Diğer Risk Yönetimi Esasları**,

“ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarında Genel Trendler”, **VOBJEKTİF**, Sayı 1, Haziran , 2004, s. 4 - 8

<http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/ProcedureTree/2005-6.pdf>

YÜKÇÜ, Süleyman, YÜCEL, Tülay, **Bankacılıkta Türev Ürünlerin Muhasebeleştirilmesi, Bugünkü Durum Ve Yapılması Gerekenler**, İzmir: TBB, 1995

ÖZET

ERKUT, Cemal Hakan. Vadeli İşlemler Piyasası Ve Türkiye’de Gelişim Süreci, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2008.

Vadeli işlemlerin tarihi çok uzun yıllara dayanmakla birlikte günümüzdeki anlamda, organize borsalarda 1800’lü yıllarda yapılmaya başlanmış ve hızlı bir şekilde gelişme göstermiştir. Bu borsalar günümüzde de ekonomik koşullara göre gelişmeye devam etmektedir.

Yaptığım çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde vadeli işlem piyasaları genel olarak tanıtılmış ve tarihi gelişim süreci incelenmiştir. Ayrıca piyasalarda işlem gören future ve opsiyon sözleşmeleri incelenmiş ve genel olarak tanıtılmıştır. Bu bölümde tarihi gelişimdeki yeri ve konun anlaşılabilirliğini kolaylaştırmak amacıyla forward sözleşmelerde incelenmiştir. Tanıtılan bu araçların birbirleri ile farklarına da değinilmiştir. Vadeli işlem piyasasının sağladığı faydalar, kullanım nedenleri, organizasyon yapıları da incelenmiştir.

İkinci bölümde vadeli işlem piyasalarının gelişimi sürecinde İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası’nın genel işleyiş esasları incelenmiştir.

Uygulama başlıklı bölümde Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası’nın işlem saatleri, sözleşme büyüklükleri ve takas merkezi gibi unsurları dünyadaki bazı borsalarla karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Bir future sözleşmesinin muhasebe kayıtları gösterilmiştir.

Vadeli işlemler piyasası Türkiye’de yeni tanınmaya başlanmaktadır. Aslında bu piyasa ülkemiz açısından çokta yeni bir kavram değildir. İstanbul Altın Borsası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde daha önce

vadeli işlem piyasası açılmış ancak açılan piyasalar ülkemizdeki yüksek enflasyon ve aşırı fiyat dalgalanmaları sonucunda oluşan belirsizlik ortamında işlerlik kazanamamıştır. VOB' da işlem hacimlerinin sürekli olarak artış göstermesi borsa açısından olumlu bir gelişmedir. Ancak işlemlerin sadece iki sözleşme türünde yoğunlaşmış olması, borsanın daha fazla tanıtılması gerektiğini göstermektedir.

Bu piyasalar ekonomik sistem içerisinde bir gerekliliktir. Vadeli işlemler piyasası risk yönetimi, geleceğe yönelik fiyat tahminleri gibi temel fonksiyonları ile zaman içerisinde, dünya da olduğu gibi, ülkemizde de ekonomik sistemin vazgeçilmez bir unsuru olacaktır.

Anahtar Sözcükler:

1. Vadeli İşlem
2. Opsiyon
3. Türev Ürün
4. Borsa
5. Risk Yönetimi

ABSTRACT

ERKUT, Cemal Hakan, Futures Market And The Development Process In Turkey, Master Thesis, Ankara 2008.

The history of the futures lies on long years but in modern style, in organized stock markets, it is started to be used in 1800's and had a rapid development. These markets follow the development process depending on the economical circumstances at the present time.

This article I have prepared has three main sections. The first one includes the general meaning and the historical development process of the futures market. And the future agreements and option agreements that are operated on the markets are analysed and described. The forward agreements are also included in this section to make that agreement type and its landmark in the historical development comprehensible. The differences between these instruments are also mentioned in this section. The benefits, the reasons of use and the organizational structure of the futures markets are the other subjects of the first section.

The general operating principles of İstanbul Gold Exchange Futures and Option Exchange, İstanbul Stock Exchange Futures Market, Future And Option Exchange are analyzed in the second section.

In the section named "Application" The Futures and Option Market is confronted with other stock markets in the world by elements like; the working times, agreement format and the clearing center.

Futures market is newly being acknowledged in Turkey. In fact this market is not a new concept for our country. In İstanbul Gold Exchange (İAB) and İstanbul Stock Exchange (İMKB) future markets are founded formerly but the economic uncertainty caused by the high inflation rates and fluctuation in

the prices made these markets unoperational. In the VOB the increase of the trading volume is a positive process. But it's understood that the market should be introduced better because the operations were mostly on two agreement types.

These markets are a necessity in the economical system. With the basic functions like hedging or forward-looking price estimates, futures market will be an indispensable component of the economical system of Turkey like it is in the world.

Keywords

1. Future
2. Option
3. Derivative Products
4. Exchange
5. Hedging