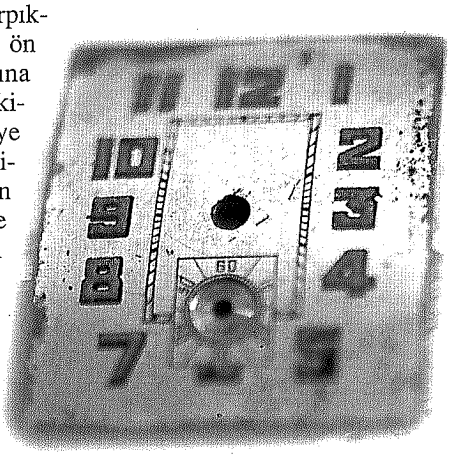
"Vadeli işlemler piyasası" gerçeği ve bir kanun taslağı maddesinin pragmatik açıdan anatomisi

Dr. MUSTAFA KEMAL YILMAZ
İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü

Dr.Mustafa Kemal Yılmaz, 1966 yılında İstanbul'da doğdu. Galatasaray Lisesi'ni ve Marmara Üniversitesi İngilizce İşletme bölümünü bitirdi. Yüksek lisansını Marmara Üniversitesi'nde İngilizce Finans Muhasebe dalında tamamlayan Yılmaz, doktorasını ise Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü'nde tamamladı. 1991-1994 yılları arasında Hazine Müsteşarlığı Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü Bankacılık Dairesi'nde Uzman olarak çalışan Yılmaz, 1994 yılından bu yana İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü'nde Eksper olarak görev yapmaktadır.

eni dünya düzeninde yerini almak isteyen tüm ülkelerin gelişmişlik seviyesini arttırması ve globalleşen dünyaya kolayca entegre olması için başta finansal sistemi olmak üzere her alanda çağı yakalaması ve buna paralel olarak hukuk sisteminde de gerekli düzenlemeleri yapmak suretiyle bu sürece destek vermesi gerekmektedir. Gerçek bu şekilde ortada iken, üzülerek belirtmek gerekir ki, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda bugün hala bu trend tersine işlemekte, hükümet tarafından getirilmeye çalışılan değişiklik ve reform önerileri politik etkilerin gölgesi altında kalmakta, kişisel ve/veya kurumsal kapris ve çıkarların ülke menfaatlerinin önünde yer aldığı bir nitelik taşımaktadır.

Bu çalışmada ele alınan konu, yukarıda değinilen çarpıklığı bir yönüyle ön plana çıkardığına inanılan ve Türkiye'deki sermaye piyasasının gelişimi açısından önemli kilometre taşlarından biri olacağı düşünülen Vadeli İşlemler Piyasası (VİP) nın Türkiye'de faaliyete geçme kararı ve bunun izlediği süreç hakkındadır.



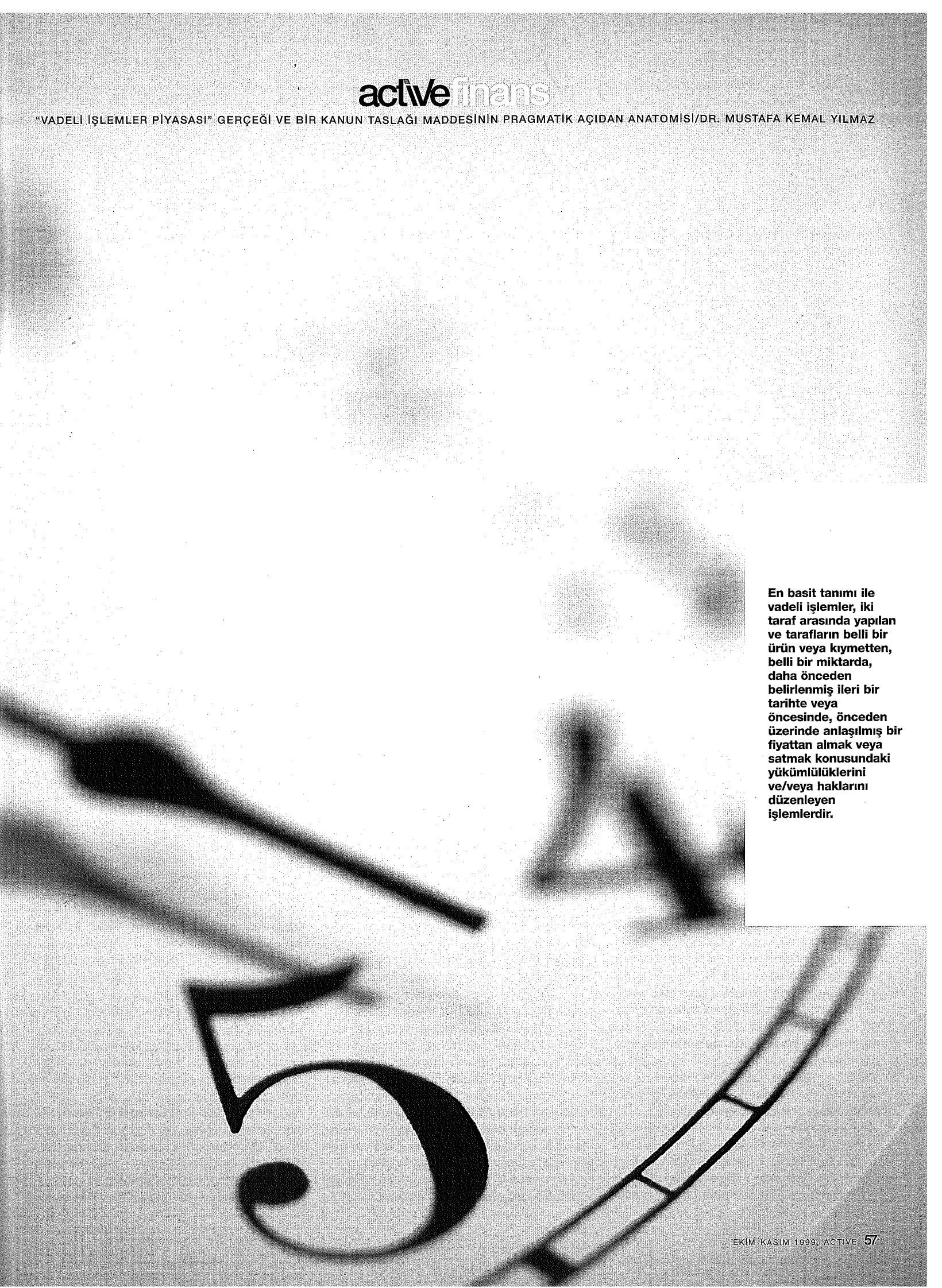
1. Vadeli İşlemler : Tanımı, Gelişimi ve Önemi

En basit tanımı ile vadeli işlemler, iki taraf arasında yapılan ve tarafların belli bir ürün veya kıymetten, belli bir miktarda, daha önceden belirlenmiş ileri bir tarihte veya öncesinde, önceden üzerinde anlaşılmış bir fiyattan almak veya satmak konusundaki yükümlülüklerini ve/veya haklarını düzenleyen işlemlerdir. Vadeli işlemler; herhangi bir ürün, finansal gösterge, menkul kıymet, yabancı para veya kıymetli madenler üzerine düzenlenebilir. Tablo 1, 1998 yılı sonu itibariyle hangi ülkelerde vadeli işlem piyasaları olduğunu gösterirken, Tablo 2'de de çeşitli ülkelerde üzerine vadeli işlem sözleşmesi gerçekleştirilen ürünler sayılmıştır. Her geçen gün vadeli işlemler piyasası bulunan bu ülkelere yenileri eklenmekte, özellikle gelişmekte olan ülkelerin bu sürece olan katkıları gün geçtikçe artmaktadır.

Vadeli piyasalar; spot piyasalarda oluşabilecek ani fiyat hareketlerinden kaynaklanan risklerden korunmak isteyen yatırımcılar ve bu riskleri taşımaya istekli olan spekülatörler arasında

"VADELİ İŞLEMLER PİYASASI" GERÇEĞİ VE BİR KANUN TASLAĞI MADDESİNİN PRAGMATİK AÇIDAN ANATOMİSİ/DR. MUSTAFA KEMAL YILMAZ

En basit tanımı ile vadeli işlemler, iki taraf arasında yapılan ve tarafların belli bir ürün veya kıymetten, belli bir miktarda, daha önceden belirlenmiş ileri bir tarihte veya öncesinde, önceden üzerinde anlaşılmış bir fiyattan almak veya satmak konusundaki yükümlülüklerini ve/veya haklarını düzenleyen işlemlerdir.



bir aracı rolü oynamak suretiyle, bir ülkenin finansal altyapısının gelişimine, daha doğru bir ifade ile o ülkedeki sermaye piyasasının gelişimini tamamlamasına büyük katkıda bulunmaktadır. Türev piyasaların, özellikle organize borsalar vasıtasıyla işlediği bir sermaye piyasasında, fiyatların daha etkin oluştuğu, likiditenin arttığı, ayrıca piyasalara gelen bilginin fiyatlara çok daha hızlı yansıdığı gözlemlenmiştir (Akgiray, 1998: s. 11). Türev piyasalar hiçbir zaman mevcut mal ve finans piyasalarının yerini alacak ölçüde ikame edici nitelikte bir piyasa olma özelliği taşımamakta, dolayısıyla spot piyasadaki likiditeyi azaltıcı bir etkisi bulunmamaktadır.

Ayrıca, yatırımcılara hizmet veren banka ve aracı kurumlar için de önemli bir kar kaynağı olan türev enstrümanlar, yatırımcılara yeni ve alternatif hizmetler üretme konularında vazgeçilmez birer unsur haline gelmişlerdir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) bünyesinde açılması planlanan ve finansal ürünler üzerine vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği VİP'nın faaliyete geçmesi konusunda yapılan çalışmalar 1996 yılından beri devam etmesine ve son aşamasına gelmesine rağmen özellikle Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ayağında bu çabaya yeterli desteğin verilmediği gözlemlenmektedir.

Bank for International Settlement (BIS) tarafından açıklanan verilere göre, 1996 yılı sonu itibariyle dünyada alım-satımı yapılan finansal türev ürünlerin nominal tutarı (notional amounts outstanding) 60 trilyon dolara yaklaşmış olup, bunun 10 trilyon dolarlık kısmı organize borsalarda gerçekleştirilmiştir (Tsetsekos & Varangis, 1997: s.3). Tablo 3, 1990-1998 yılları arasında organize borsalarda alım-satımı yapılan finansal türev ürünlerin nominal tutarını, Tablo 4 ise 1990-1998 yılları arasında alım-satımı yapılan sözleşme sayısını göstermektedir.

Tablo 1: Dünyada Vadeli İşlemlerin Yapıldığı Ülkeler

ABD	Brezilya	Hollanda	İsviçre	Malezya	Singapur
Almanya	Çin	Hong Kong	İtalya	Norveç	Şili
Arjantin	Danimarka	İngiltere	Japonya	Polonya	Yeni Zelanda
Avustralya	Finlandiya	İspanya	Kanada	Portekiz	
Avusturya	Fransa	İsrail	Kore	Romanya	
Belçika	Güney Afrika	İsveç	Macaristan	Rusya	

Tablo 2: Kategorileri İtibariyle Dünyada Üzerine Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmesi Yapılan Ürünler

Tarımsal Ürünler	Hayvanlar Hayvansal Ürünleı	Metaller	Finansal Araçlar	Enerji Ürünleri	Diğerleri
Arpa	Boğa	Altın	Devlet Tahvili	Doğalgaz	Doğal Kauçuk
Ayçiçeği Tohumu	Domuz	Aluminyum	Döviz	Elektrik	Ham İpek
Bezelye	Domuz İşkembesi	Bakır	Endeks	Fuel Oil	Hamur Kağıt
Buğday	Karides	Çinko	Faiz Oranı	Gazyağı	Kereste
Buğday Unu	Peynir	Fosfat	Hisse Senedi	Ham Petrol	Kontrplak
Hurma Yağı	Sığır	Gümüş	Hazine Bonosu	Kurşunsuz Benzin	Navlun
Kahve	Süt	Kalay	Interbank Mevduatı	Propane	Sigorta
Kakao	Tereyağı	Kurşun	-	Polypropylene	Soda
Keten Tohumu	-	Nikel	-	-	Volatilite
Kırmızı Fasulye	-	Paladium	-	-	-
Kolza Tohumu	-	Platin	-	-	-
Kurutulmuş Koza	-	-	-	-	-
Mısır	-	-	-	-	-
Pamuk	-	-	-	-	-
Pamuk İpliği	-	-	-	-	-
Patates	-	-	-	-	-
Patates Nişastası	-	-	-	-	-
Pirinç	-	-	-	-	-
Portakal	-	-	-	-	-
Portakal Suyu	-	-	-	-	-
Soya Fasulyesi	-	-	-	-	-
Şeker	-	-	-	-	-
Yağlı Yün	-	-	-	-	-
Yerfıstığı	-	-	-	-	-
Yeşil Fasulye	-	-	-	-	-
Yulaf	-	-	-	-	-

Kaynak: The Handbook of World Stock Derivative and Commodity Exchanges, 1998

2. Türkiye Vadeli Piyasaların Gelişimi Sürecinde Hangi Noktada Yer Almaktadır

Türkiye özellikle finansal ürünlere dayalı vadeli işlemler piyasasının devreye sokulmasında gelişmekte olan ülkeler arasında çok gerilerde kalmış bir görüntü çizmektedir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) bünyesinde açılması planlanan ve finansal ürünler üzerine vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği VİP'nın faaliyete geçmesi konusunda yapılan çalışmalar 1996 yılından beri devam etmesine ve son aşamasına gelmesine rağmen özellikle Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ayağında bu çabaya yeterli desteğin verilmediği gözlemlenmektedir.

Esas itibariyle bugün Türkiye'de vadeli

Tablo 3: Borsalarda Alım-Satımı Yapılan Finansal Türev Ürünlerin Nominal Değeri (Milyar $)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998**
Faiz VİS	1,454.5	2,156.7	2,913.0	4,958.7	5,777.6	5,863.4	5,931.1	7,489.2	8,803.3
Faiz OİS*	599.5	1,072.6	1,385,4	2,362.4	2,623.6	2,741.7	3,277.3	3,639.9	4,303.3
Döviz VİS	17.0	18.3	26.5	34.7	40.1	37.9	50.3	51.9	67.8
Döviz OİS*	56.5	62.9	71.1	75.6	55.6	43.2	46.5	33.2	34.8
Endeks VİS	69.1	76.0	79.8	110.0	127.3	172.2	198.6	216.6	387.7
Endeks OİS*	93.7	132.8	158.6	229.7	238.3	326.9	380.2	776.5	659.6
Toplam	2,290.4	3,519.3	4,634.4	7771.1	8,862.5	9,185.3	9,884.7	12,207.3	14,256.4

VİS= Vadeli İşlem Sözleşmesi, OİS=Opsiyonlu İşlem Sözleşmesi
* Alım ve satım opsiyonlarını içermektedir.
** Veriler 1998 yılı Haziran ayı sonu itibariyledir. Kaynak: Bank for International Settlements

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998**
Faiz VİS	219.1	230.9	330.1	427.1	627.8	561.0	612.2	701.8	389.6
Faiz OİS*	52.0	50.8	64.8	82.9	114.5	225.5	151.1	116.7	61.0
Döviz VİS	29.7	30.0	31.3	39.0	69.7	98.3	73.7	73.6	29.2
Döviz OİS*	18.9	22.9	23.4	23.8	21.3	23.2	26.3	21.1	7.0
Endeks VİS	39.4	54.6	52.0	71.2	109.0	114.8	119.9	115.9	73.8
Endeks OİS*	119.1	121.4	133.9	144.1	197.9	187.3	178.7	177.8	84.0
Toplam	478.3	510.5	635.6	788.0	1,142.2	1,210.1	1,161.9	1,206.9	644.6
ABD	312.7	302.7	341.4	387.3	513.5	455.0	428.2	463.5	255.0
Avrupa	83.0	110.5	185.0	263.5	397.3	353.3	425.8	482.4	259.0
Asya Pasifik	79.2	85.8	82.8	98.4	131.9	126.5	115.2	127.0	74.5
Diğer	3.9	11.6	26.3	43.7	99.4	275.4	192.7	134.0	56.1

* Alım ve satım opsiyonlarını içermektedir.
** Veriler 1998 yılı Haziran ayı sonu itibariyledir.
Kaynak: Bank for International Settlements

işlem piyasaları olgusunu bugüne kadarki gelişimi itibariyle üç saç ayağı üzerinde incelemek mümkündür. Birinci saç ayağı İstanbul Altın Borsası olup, bu piyasada altın üzerine vadeli işlem sözleşmelerinin alım-satım işlemleri 15 Ağustos 1997 tarihinden bu yana devam etmektedir. Diğer iki saç ayağından biri olan İMKB'nda finansal vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alım-satım sistemi Avustralyalı bir firma ile yapılan ortak bir çalışma sonucunda kurulmuş ve test edilmiş olup, bugün için gelinen son aşamada piyasanın açılıp faaliyete geçmesi için sadece SPK onayı beklenmektedir. Maddi anlamda büyük bir kaynağın yatırıldığı ve kişilerin emekleri ile yoğun katma değer ürettiği böyle bir projenin bu şekilde atıl bırakılması veya açılmasının geciktirilmesi Türkiye gibi kaynakları kıt olan bir ülkenin hem maddi hem de beşeri kaynaklarını ne kadar etkin ve optimum (!) seviyede kullandığı konusunda dış dünyadaki rakiplerimize karşı bir fikir ve koz vermektedir. Üçüncü saç ayağı olan ve mal üzerine vadeli işlem sözleşmelerinin işlem göreceği İzmir Ticaret Borsası tarafından kurulmuş bulunan İzmir Vadeli İşlemler Piyasası (İZVİP) nda ise tam bir belirsizlik hakimdir. Bu kurum, sesli pazarlık yöntemi ile işleyecek sistemi ile sadece mal üzerine değil, aynı zamanda mal dışındaki finansal ürünler üzerine vadeli işlemlerin de kendi bünyesinde yapılması konusunda yoğun kulis faaliyetlerinde bulunmaktadır. Üzülerek ifade etmek gerekir ki, aşağıda tartışma konusu yapılacak olan ve şu anda Türkiye Büyük Millet Meclisi (TBMM) gündeminde bulunan ilgili Kanun Taslağı maddesi ile bu girişime bir anlamda destek verilmiş olunmaktadır. Aşağıda Kanun Taslağında yer alan madde kısaca ele alındıktan sonra, bu konunun Türkiye açısından global boyutta getireceği sonuçlar çalışmanın ilerleyen bölümlerinde daha detaylı olarak tartışılacaktır.

3. Hukuksal Açıdan Vadeli Piyasalara Nasıl Bir Elbise Biçilmeye Çalışılıyor ?

Vadeli İşlemler Piyasası'nın Türkiye'de kuruluş şekli, 1999 yılında TBMM Başkanlığı'na sevk edilen ve yeni yasama yılı içinde de görüşülmesi devam edecek olan "Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılması ile Ticaret ve Sanayi Odaları, Ticaret Odaları, Sanayi Odaları, Deniz Ticaret Odaları, Ticaret Borsaları ve Türkiye Ticaret, Sanayi, Deniz Ticaret Odaları ve Ticaret Borsaları Birliği Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine Dair Kanun Tasarısı"nın 15. Maddesi ile yeniden belirlenmek istenmektedir.

İlgili Kanun Tasarısı'nda yer alan 15. Madde'de;

"2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun değişik 40'ıncı maddesi aşağıdaki şekilde değiştirilmiştir:

Münhasıran, ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçlardan oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği anonim şirket niteliğindeki borsalar, Kurulun önerisi üzerine ilgili Bakanın izni ile kurulur. Bu borsaların kuruluş, teşkilat, faaliyet, denetim, üyelik ilke ve esasları Kurulca çıkarılacak yönetmelikle belirlenir. Ticaret borsası kotasına dahil tarım ürünlerine dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği borsaların kurulmasına ve bu borsalar hakkında bu fıkra kapsamındaki düzenlemelere ilişkin olarak Sanayi ve Ticaret Bakanlığının uygun görüşü alınır."

denilmektedir.

Kanun Tasarısı'nın "Gerekçeler" kıs-

Esas itibariyle bugün Türkiye'de vadeli işlem piyasaları olgusunu bugüne kadarki gelişimi itibariyle üç saç ayağı üzerinde incelemek mümkündür. Birinci saç ayağı İstanbul Altın Borsası olup, bu piyasada altın üzerine vadeli işlem sözleşmelerinin alım-satım işlemleri 15 Ağustos 1997 tarihinden bu yana devam etmektedir.

mında yer alan bölümde ise, ilgili maddede yapılan değişikliğin gerekçesi aşağıdaki şekilde açıklanmaktadır:

"Kanunun 40'ıncı maddesinde yapılan değişiklikle, esas itibariyle sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsaların özel kanunlarında yazılı esaslar çerçevesinde teşkilatlanması ilkesi korunmuştur. Ancak sermaye piyasasında yeni bir olgu olan türev araçların işlem göreceği borsalar, yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde madde kapsamına alınmış ve düzenleme yetkisi Kurula tanınmış; bu borsaların uluslararası trende uygun biçimde, gerektiğinde özel hukuk tüzel kişisi olarak da teşkilatlanmalarına olanak vermek amacıyla, kuruluşuna karar verme yetkisi Kurulun önerisi üzerine ilgili Bakanın iznine bağlanmıştır. Aynı maddede, 22'nci maddenin (j) bendindeki değişiklikle paralellik sağlanmış ve işleyiş ile ilgili esasların yönetmelikte düzenlenmesi öngörülmüştür. Ticaret borsası kotasına dahil tarım ürünlerine dayalı türev araçların işlem göreceği borsalara ilişkin düzenlemeler hakkında Sanayi ve Ticaret Bakanlığının uygun görüşünün alınması hükme bağlanmak suretiyle, düzenlemeler arasında bütünlük sağlanması hedeflenmiştir."

Diğer taraftan, aynı maddede belirtilen ve ticaret borsası kotasına dahil tarım ürünlerine dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği borsaların kurulmasına ilişkin olarak Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın uygun görüşünün alınmasını öngören yaklaşım, söz konusu borsalarda işlem görecek ürünün bir mal olmaktan ziyade bir menkul kıymet -vadeli işlem sözleşmesi- olması dolayısıyla sağlıklı görülmemektedir.

Taslak metninde yer alan bu ifadelerin ortaya koyduğu bir gerçek, finansal ürünlere dayalı vadeli işlem ve opsiyon borsalarının münhasıran anonim şirket şeklinde teşekkül etmiş bir kurum bünyesinde açılmasını gerekli kılmaktadır. Mevcut durum itibariyle bakıldığında ise, buna en yakın tüzel kişiliği olan kurum şu an için İZVİP'dir. Oysa bugüne kadar finansal ürünler üzerine vadeli işlemler piyasasının kurulması işiyle sadece İMKB uğraşmıştır. Bu açıdan bakıldığında bunun hem maddi açıdan hem de moral açıdan Türkiye'ye etkisi olumsuz olacaktır.

Diğer taraftan, aynı maddede belirtilen ve ticaret borsası kotasına dahil tarım ürünlerine dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği borsaların kurulmasına ilişkin olarak Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın uygun görüşünün alınmasını öngören yaklaşım, söz konusu borsalarda işlem görecek ürünün bir mal olmaktan ziyade bir menkul kıymet -vadeli işlem sözleşmesi- olması dolayısıyla sağlıklı görülmemektedir.

Bu olguları daha açık bir şekilde irdelemek için önce dünya piyasalarındaki konuyla ilgili gelişmeler üzerinde durulacak, daha sonra İMKB ve İZVİP açısından gerekli değerlendirmeler yapılacak ve son olarak da İMKB ile İZVİP'in karşılaştırmalı analizi yapılmak suretiyle kanun tasarısında getirilen değişikliğin eksikliklerine dikkat çekilmeye çalışılacaktır.

4. Dünya Piyasalarındaki Gelişmeler

Sermaye piyasası gelişmekte olan ülkelerin (emerging markets) birçoğunda (Macaristan, Polonya, Malezya, Kore) çeşitli finansal ürünler üzerine vadeli piyasalar açılmış olup, son olarak komşumuz Yunanistan'da da 1999 yılının Eylül ayından itibaren endeks ve faiz getirili menkul kıymetler üzerine vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmeye başlamıştır. Bu ülkelerdeki vadeli ve opsiyonlu işlem pazarları vazgeçilmez bir risk yönetim ve yatırım aracı olmuş iken, Türkiye bu trendin dışında ve çok gerisinde kalmış görünmektedir. Global bir dünya ile entegre olmaya çalışan bir finans piyasasına sahip olmak istiyorsak bu trendin gelişimini yok varsayamayız.

Dünya finans piyasalarında son yıllarda gözlemlenen en dikkat çekici gelişmelerden biri de özellikle Kıta Avrupa'sı ülkelerindeki spot ve vadeli borsaların birleşmesi ve tek çatı altında toplanmasıdır. Bu konudaki en çarpıcı örnekler; Almanya'da Deutsche Terminbörse (DTB) ile Deutsche Börse'nin "Eurex Frankfurt", İsviçre'de Swiss Stock Exchange ile Swiss Options and Financial Futures Exchange'in "Eurex Zurich AG", Finlandiya'da Finnish Options Market (SOM Ltd) ile Helsinki Stock Exchange Ltd.'in "Helsinki Exchanges" ve Hollanda'da da Amsterdam Stock Exchange ile European Options Exchange'in "Amsterdam Exchanges" adı altında birleşmesidir. Dünyada farklı borsaların birleşmesi yönünde böyle bir trendin olduğu bir ortamda, Türkiye'de kurulacak vadeli işlem piyasalarının ayrı bir borsa şeklinde teşekkül ettirilmesi uygun olmayacaktır.

ABD'ndeki spot ve vadeli borsaların birleşmemesinin temelinde ise, hepsinin ayrı ayrı kurumlar olarak devleşmiş ve bir anlamda da hantallaşmış olmaları, ayrıca, ABD'ndeki vadeli işlem ve opsiyon borsalarında uygulanan alım-satım sisteminin geleneksel sesli müzayede sistemi (open outcry) olması ve borsa birleşmelerinin birbirlerine entegre olan ve tamamen bilgisayara dayalı işlemleri gerektirmesi ve New York ile Chicago arasındaki tarihi rekabet gibi sebepler yatmaktadır. Öte yandan, New York Borsası'nın (NYSE), Cantor Financial Futures Exchange adıyla yeni bir türev piyasa yazılımını kullanmaya başlayacak olması, spot piyasa enstrümanlarının işlem gördüğü borsalar için türev ürünlerin işlem gördüğü bir piyasaya sahip olunmasının önemini ortaya koymaktadır.

Dünyadaki diğer bir genel trend ise, türev piyasalarında "sesli pazarlık" (open outcry) sisteminden "elektronik alım-satım sistemi"ne (electronic trading) geçiş şeklindedir. Elektronik alım-satım sistemleri son kullanıcıya ulaşmada kolaylık sağladığı gibi, borsalar arası erişime de imkan sağlayan maliyet azaltıcı yapısı ile bir çok avantajı da beraberinde getirmektedir. Borsaların uluslararası bir kimlik kazanmaya başlaması, elektronik sistemlerin yaygınlaşmasının doğal bir uzantısı olarak ortaya çıkmıştır. Özellikle 1999 yılında DTB'nin ABD'ndeki müşterilerine uzaktan erişim sağlayan terminaller yerleştirmesi sonucu, Chicago'daki türev ürün borsalarının işlem hacminin önemli bir kısmı Almanya ve İsviçre vadeli işlem piyasalarının birleşerek oluşturdukları "Eurex"e kaymış ve Chicago'daki borsaların elektronik alım-satım sistemine geçmeleri gerektiğini belirten görüşler daha yüksek sesle dile getirilmeye başlanmıştır. Bunun bir uzantısı olarak 25 Haziran 1999 tarihinde Chicago Board of Trade (CBOT) ile Eurex arasında anlaşma (Transatlantic Alliance) imzalanmıştır. Ayrıca, Chicago Merchantile Exchange (CME) ile London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) arasında da 6 Ağustos 1999 tarihinde alım-satım sistemleri arasında link -bağlantı- kurulması konusunda bir anlaşma yapılmıştır. Bu konuda yapılan anlaşmalar sadece ABD ve Avrupa arasında kalmamış, Kıta Avrupası'nda da kendini göstermiş, 1998 yılı Ağustos ayında "Eurex Frankfurt" ile "Eurex Zurich"in birleşmesi sonucunda "Eurex" adı

altında büyük bir Avrupa vadeli işlem ve opsiyon borsasının kurulmasının ardından, "Eurex", "Helsinki Exchanges" (HEX) ile her konuda işbirliği yapmayı kabul etmiştir. Söz konusu borsalar açısından imzalanan tüm bu anlaşmaların esas hedefi, kendi ülkelerinde ekonomik bir katma değer yaratmak ve bu sayede işlem maliyetlerini düşürmek ve likiditeyi arttırmaktır.

5. İMKB Açısından Değerlendirmeler

Dünyada spot ve vadeli piyasaların aynı çatı altında olmasına yönelik genel bir birleşme trendinin olduğu bir ortamda, Türkiye'de kurulacak ve özellikle menkul kıymet ve finansal göstergelere dayalı vadeli işlemler piyasasının İMKB dışında ayrı bir borsada örgütlenmesi ve işlem görmesinin, stratejik açıdan Türkiye'deki sermaye piyasalarının gelişimine yarar sağlamayacağı ortadadır. İMKB Türk Sermaye Piyasası'nda üstlendiği stratejik konum açısından 1986 yılından bu yana Türkiye'nin dışa açılan penceresi rolünü üstlenmiş durumda olup, yabancı yatırımcılar gözünde de seçkin bir yere sahiptir. Bu aşamada da yeni piyasalar açma ve yeni enstrümanların işlem görmesini sağlama hususlarında üzerine düşen görevi yerine getirmelidir. Yeni bir borsanın bu işe soyunması, tanınma amaçlı önemli bir çaba harcanmasını da beraberinde getirecektir.

Diğer taraftan, TBMM'nin gündeminde olan yeni Sermaye Piyasası Kanunu mevcut hali ile kabul edildiği takdirde, anonim şirket olarak kurulacak yeni borsaların önü açılmış olacaktır. Böyle bir durumda İMKB piyasada tekel olmaktan çıkacak, kendisi de bir anonim şirket olarak diğer borsalarla rekabete girmek durumunda kalacaktır. Böyle bir rekabet ortamında en önemli unsur son kullanıcıya sunulan hizmetin kalitesi ve ürün çeşididir. Bu bakımdan İMKB er ya da geç uluslararası bir trend olan bu olguyla karşı karşıya geleceğini bugünden bilmelidir. Mevcut piyasalarda işlem gören enstrümanların yanında, vadeli sözleşmeler yatırımcı açısından yeni bir yatırım ve portföy risk yönetimi aracı olarak belirerek sermaye piyasasına daha fazla fon akışını sağlayacak, işlem gördükleri borsalar için de önemli bir gelir kaynağı ve dünyaya açılma yönünde bir reklam aracı olacaktır.

Vadeli sözleşmelerin uzun yıllardır alınıp satıldığı yurtdışı borsalarda görevli uzmanlar, vadeli ve spot piyasaların aynı çatı altında olmasının bir sinerji yaratacağı görüşünde birleşmektedirler. Özellikle her iki piyasaya tek ekrandan erişim, günümüzde büyük borsaların gerçekleştirmeye çalıştıkları bir hedeftir. Bu şekilde bir yapılanma, bilgi akışının daha hızlı olmasını sağlayacak ve her iki piyasada da fiyatların daha etkin ve dengeli oluşmasına yardımcı olacaktır. Aynı mekanda yapılan spot ve vadeli işlemler yatırımcılara pozisyonlarını kapatma, netleştirme, arbitraj, her iki piyasada aynı anda işlem yapma, daha düşük maliyet gibi imkanları sunarken, borsalara da piyasaları daha rahat kontrol altında tutma imkanını vermektedir; spot ve vadeli piyasaların aynı merkezde olması piyasaların gözetimi ve kontrolü açısından çok büyük bir avantaj olacaktır. Her iki piyasada alınan pozisyonların gerçek zamanlı takip edilebilmesi, genel olarak tüm sistemin riskini daha iyi göstereceğinden, İMKB ve Takasbank açısından risk yönetimi daha sağlıklı olarak yapılabilecektir.

Dikkatten kaçırılmaması gereken bir diğer konu da, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın devlet iç borçlanma senetlerinin işlem gördüğü organize bir ikinci el piyasa olması açısından devletin borçlanma politikasını destekleyici bir konumda bulunduğudur. Buna paralel olarak, yatırımcıları devletin borçlanma ihtiyacını karşılamaya daha fazla teşvik etmek ve sonrasında devletin borçlanma politikasında ortaya çıkacak değişimlerden korunma imkanı sağlamak amacıyla faiz getirili menkul kıymetler üzerine vadeli ve opsiyonlu işlem sözleşmelerinin İMKB bünyesinde devreye sokulması büyük bir önem arzetmektedir. Diğer taraftan, Türkiye'de resmi anlamda VİP açılmamış olsa bile, bugün çeşitli bankalar yatırımcılarına faiz getirili menkul kıymetler üzerine vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri sunmaktadırlar. Bu açıdan bakıldığında, tezgahüstü piyasada (over- the-counter market) yapılmakta olan işlemlerin herkes tarafından güven duyulan İMKB gibi organize bir borsa bünyesinde gerçekleştirilmesi daha da önemli bir hale gelmektedir.

Ayrıca, Türkiye'de hemen hemen tüm banka ve aracı kurumların genel müdürlükleri ve merkez şubeleri İstanbul'da bulunmakta olup, özellikle teknik anlamda uzaktan erişim ve denetimin etkin olarak gerçekleştirilmesi ve yaşanabilecek aksaklıkların bir an önce giderilmesi açısından VİP'nın İMKB bünyesinde açılması büyük önem taşımaktadır. VİP'nın spot piyasa ile aynı yerde olması, on-line bağlantıların sağlanması ve takas işlemlerinin hızlı ve kontrollü bir şekilde yerine getirilmesi açısından da önemli bir unsur olacaktır.

Son yıllarda tüm dünyada bazı büyük sanayi şirketleri ve ticari firmalar, finansal kurumlar ve yerel yönetimlerin türev piyasalarda karşılaştığı zararlar, profesyonel yatırımcıların bile, türev piyasaları dikkatli kullanmadıkları, amaçlarına uygun stratejiler seçmedikleri ve etkin bir iç denetim mekanizmasını kurmadıkları takdirde büyük zararlarla karşı karşıya kalabileceğini ortaya koymuştur (Bankers Trust, Metallgesellschaft, Orange County, Barings ve Sumitomo olaylarında olduğu gibi). Türev piyasalarda yapılan işlemler dolayısıyla son yıllarda yoğun tartışma konusu olan bu olayların çoğunda, gerçekleşen işlemlerin fazlaca denetlenmeyen ve karmaşık stratejileri içeren tezgahüstü piyasada yapılan işlemlerden kaynaklandığı gözlemlenmektedir. Bu açıdan bakıldığında, türev piyasalardaki kaldıraç etkisinin gücü ve etkisi inkar edilemez. Böyle olmakla birlikte, spot piyasalar ile bir karşılaştırma yapıldığında vadeli piyasaların spot piyasalarla orantılı bir risk taşıdığı görülecektir. Örneğin, İMKB Hisse Senetleri Piyasası (HSP) nda işlem yapan yatırımcılar istedikleri miktarda hisse senedini o an itibariyle alıp satabilmekte, bu işlemlerin takasını ise 2 gün sonrasına bırakabilmektedirler. Bu durumda, 2 gün öncesinde yeterli parası veya teminatı olmayan yatırımcılar istedikleri miktarda pozisyon alabilmekte, bunun sonucunda da piyasayı 2 gün sonrası için büyük bir risk ile karşı karşıya bırakmaktadırlar. VİP'nın işleyişi açısından ise böyle bir risk söz konusu değildir. VİP'nda işlem yapacak yatırımcıların ancak yatırdıkları teminat karşılığı kadar pozisyon almalarına izin verilmekte, bunun dışında pozisyon almak istemeleri durumunda ise ek teminat yatırmaları gerekmektedir. Bu durum HSP'nın sistemi ile

Dikkatten kaçırılmaması gereken bir diğer konu da, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'nın devlet iç borçlanma senetlerinin işlem gördüğü organize bir ikinci el piyasa olması açısından devletin borçlanma politikasını destekleyici bir konumda bulunduğudur.

karşılaştırıldığında önemli bir gelişmedir.

6. İZVİP Açısından Değerlendirmeler

1986 yılında faaliyete geçen İMKB'nın kısa bir süre içinde hızlı bir gelişme göstermesinin ardından, 1990'lı yılların başlarında sermaye piyasasının diğer ayaklarının da geliştirilmesi için yapılması gerekenler tartışılmaya başlanmış, bu çerçevede popülist yanı ağır basan İMKB dışında yeni menkul kıymet borsalarının kurulması önerileri yanında, mal borsalarının ve vadeli işlem borsalarının kurulması çalışma ve önerileri de gündeme gelmiştir.

Mal borsasında işlem görecek ürün olarak İstanbul'da altın, vadeli piyasada işlem görecek ürün olarak da İzmir'de pamuk vadeli işlem borsalarının kurulmasının mümkün olduğu sonucuna varılarak, SPK tarafından her iki borsanın kuruluş çalışmalarına başlanmıştır. Bu çalışmanın bir sonucu olarak, 26 Temmuz 1995 tarihinde İstanbul Altın Borsası bir spot mal borsası olarak faaliyete geçmiş, vadeli işlemler borsası kurulması çalışmaları ise yapısı ve kurucusu konusundaki çeşitli tartışmalar nedeniyle sonuçlandırılamamıştır.

Sistemin işlemeye başlaması halinde, kısa bir süre sonra dezavantajları görülüp değiştirme çalışmalarının başlatılması kaçınılmaz olacağından, piyasanın bu şekilde açılması kolaycılığının, söz konusu borsa açısından para ve zaman kaybına, genel ekonomi açısından da kaynak israfına neden olacak bir tercih olduğunu öngörmek için detaylı analizler yapmaya gerek olmadığı düşünülmektedir.

Vadeli işlemler borsasının faaliyete geçememesinin önündeki en önemli engel olarak, üzülerek söylemek gerekir ki, bu borsaların kurulmasına karar veren yetkili makam olarak SPK ile pamuk ticareti konusunda kendilerinin daha bilgili olduğunu, halen çalışmakta olan bir pamuk borsası yönettiklerini savunan İzmir Ticaret Odası arasındaki yetki kavgası yatmaktadır. Kendilerinin yetkili olduğunu savunan her iki kurumun da bağımsız olarak başlattıkları çalışmalarda, arada geçen dönemde kazançlı çıkan ya da sonuca ulaşabilen bir taraf bulunmamaktadır.

Türkiye'de vadeli işlemler piyasası ile ilgili ilk çalışmalar İzmir Ticaret Borsası tarafından başlatılmıştır. İzmir Ticaret Borsası, ilk önce kendi bünyesinde son derece primitif bir ortamda yapılmakta olan alivre pamuk işlemlerini belli bir standarda oturtmak üzere pamuk üzerine vadeli işlem sözleşmelerinin işlem göreceği bir borsanın altyapısını kurmak konusunda ilk adımları atmış, İMKB'ndan önce bu işe girişmiştir. İlk ürün olarak pamuğun seçilmesinin nedeni, dünya pamuk üretiminde Türkiye'nin önemli bir paya sahip olması ve bu ürünün uluslararası alanda yoğun bir ihraç potansiyeli bulunmasıdır.

İzmir Ticaret Borsası daha sonra bu girişimlerine ivme kazandırmış ve sesli pazarlık sistemine dayalı, mal üzerine vadeli işlem piyasasının kurulması konusunda bir projeyi uygulamaya koymuştur. Esas itibariyle İZVİP tarafından kullanılması planlanan sesli pazarlık sistemi, halen bu sistemi kullanmakta olan borsaların elektronik sisteme dönme çabalarına ters bir eğilim teşkil ettiğinden dolayı bir handikap oluşturmaktadır.

Bu açıdan bakıldığında, sistemin işlemeye başlaması halinde, kısa bir süre sonra dezavantajları görülüp değiştirme çalışmalarının başlatılması kaçınılmaz olacağından, piyasanın bu şekilde açılması kolaycılığının, söz konusu borsa açısından para ve zaman kaybına, genel ekonomi açısından da kaynak israfına neden olacak bir tercih olduğunu öngörmek için detaylı analizler yapmaya gerek olmadığı düşünülmektedir.

Bir başka husus, yukarıda değinilen Kanun Taslağı uyarınca, açılacak mal üzerine vadeli işlemler piyasası konusunda Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın uygun görüşünün alınmasının zorunlu olmasıdır. Bu son derece isabetsiz bir yaklaşımdır. Çünkü, söz konusu piyasada işlem görecek esas ürün mal (örneğin pamuk) değil, bir menkul kıymet, yani vadeli işlem sözleşmesidir. Bu açıdan söz konusu yaklaşımın, futbol maçlarının skorları üzerine müşterek bahis oynatacak kurumların da Futbol Federasyonundan izin almalarının öngörülmesi derecesinde anlamlı olduğu düşünülmektedir. İZVİP'de işlem görecek olan ürün de, örneğin, pamuk üzerine vadeli işlem sözleşmesidir. Bu sözleşmeler de, sermaye piyasası açısından bir menkul kıymet niteliğindedir.

Diğer taraftan mala dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem göreceği piyasalar için Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın görüşü istenirken, vadeli işleme konu olabilecek diğer ürünler hakkında da ilgili bakanlıklardan, örneğin elektrik üzerine vadeli işlemler için Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı, et ve hayvancılık ürünleri üzerine vadeli işlemler için Tarım ve Köyişleri Bakanlığı'nın görüşlerini de almak gerekecek midir? Eğer gerekecekse, Kanun Taslağı'na diğer bakanlıkların unvanlarının konulmaması bir eksiklik midir? Yoksa tasarının mevcut halinde bir fazlalık mı söz konusudur?

Mala dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem gördüğü piyasalarda, o malın hiçbir niteliğini ve özelliğini bilmeyenler işlem yapıp başarılı olma şansına sahip iken, işlem gören ürünü üretenler gayet başarısız olabilirler. Zira bu piyasalarda işlem gören ürün mal değil, sözleşmedir. Bu piyasalarda işlem yapacak kişilerin mutlaka bu iş ile uğraşan kişiler olması gerektiği yönündeki düşüncenin savunulması, vadeli işlemlere ilişkin temel mantığın kavranmadığının en bariz göstergesi olarak yorumlanmalıdır.

7. İMKB - İZVİP: Karşılaştırmalı Bir Analiz

Yukarıda açıklanan tüm gerçekler ve gelişmeler ışığında vadeli işlemlerin İzmir'de İZVİP bünyesinde açılması durumunda kullanılacak sistem dünya borsalarının artık tercih etmediği, bu sistemi kullanan mevcut borsaların da yavaş yavaş terkettiği sesli müzayede sistemi olacaktır. Bu sistemde bir gün içerisinde gerçekleşebilecek emir akışının üst limitini fiziki kısıtlar belirlemektedir.

Buna karşılık, Uzaktan Erişim Şebekesi (WAN) üzerinden erişilebilen bir elektronik sistem çok daha fazla erişime ve çok daha fazla işlem hacminin sağlanmasına müsait olacaktır. Bu bakımdan eğer Türkiye'de vadeli işlemler yapılacaksa bu işlemlerin çağa uygun bir sistemle başlatılması gerekmektedir. Aksi takdirde ileride İzmir Borsası, İMKB'nın son beş yılda geçirdiği sürecin bir benzerinden geçerek elektronik sistemi kurma çabalarını sürdürürken dünya borsalarının çok daha ileri düzeylere ulaşması kaçınılmaz olacaktır.

Öte yandan, İMKB'nın tahta sisteminden elektronik sisteme geçmesi yaklaşık 5 yıl önce olmuştur. İMKB personelinin ve İMKB bünyesinde terminaller başında alım-satım işlemi yapan aracı kurum temsilcilerinin elektronik alım-satım sistemine olan yakınlığı, vadeli işlemler piyasasının elektronik sistemle İMKB bünyesinde başlatılması durumunda başarı oranını artırıcı

bir faktör olarak ortaya çıkmakta, karşılaşılabilecek sorunların daha ivedi olarak çözülebileceği hususunda güven vermektedir. Vadeli işlemler piyasasının bir başka borsa bünyesinde açılması durumunda İMKB bünyesinde konuyla ilgili çalışmalar yapmış olan personelin söz konusu borsaya gönderilmesi düşünülebilir, ancak bu zannedildiğinden daha kapsamlı bir transferdir, çünkü sadece piyasada çalışan uzman kadronun değil, piyasada işlem yapacak temsilcilerin de taşınması gerekmektedir.

Finansal politikaların belirlenmesi noktasında uygulamaya sokulacak projelerin sadece maddi boyutunun değil, sosyal açıdan toplumdaki kişi ve kurumlar için yaratacağı katma değerinin de özellikle değerlendirilmesi ve dikkate alınması gerekmektedir. Bu açıdan bakıldığında, VİP'nın vakit geçirilmeden İMKB bünyesinde devreye sokulması piyasadaki katılımcılar açısından doyum noktasına gelmiş olan piyasanın daha renkli hale gelmesine yardımcı olacak ve aracı kurum temsilcilerini yaptıkları alım-satım işlemleri açısından daha sofistike düşünmeye ve hareket etmeye zorlayacaktır. Piyasayı çeşitlendirmek ve piyasaya yeni bir heyecan ve ivme kazandırmak açısından maceraya atılmaksızın her türlü tedbiri alınmış sağlam bir sistemin devreye sokulması sadece maddi açıdan değil, moral açısından da önemli bir gelişme olarak algılanacaktır. İzmir Borsası henüz çok tanınmamış ve tarihi birikim açısından yeterli seviyeye ulaşmamış olduğundan, burada açılacak bir finansal vadeli işlemler piyasasının başarı şansının İMKB kadar olamayacağı çok açıktır.

Son olarak, VİP'nın piyasada yatırımcılar için minimum risk oluşturması ve dünya finans piyasalarını etkileyebilecek bir sistemik riske yol açmaması açısından eğitim faaliyetleri çok önemli bir rol oynamaktadır. İMKB, 1995 yılı Ekim ayından bu yana çeşitli periyodlarla verdiği 16 temel eğitim ve 9 uygulamalı eğitim programı sonucunda çeşitli aracı kurumlardan bu programlara katılan 500'e yakın aracı kurum temsilcisine vadeli piyasalar konusunda teorik ve uygulamalı eğitim vermiştir. Bu aracı kurum temsilcilerinin hepsi de uygulamalı eğitimde İMKB bünyesinde kurulan vadeli işlemler piyasasının özellikleri konusunda eğitim almışlar, ilgili emir ve sorgu ekranlarının kullanımını öğrenmişlerdir. Bu gerçek gözönünde bulundurulduğunda, ortaya çıkan bir beşeri kaynağı yok saymak ve finansal vadeli işlemleri İMKB bünyesinden İZVİP'e taşımak, bir sonraki aşamada İMKB'nın yeni projelerine veya atılımlarına şüphe ile bakılması sonucunu ortaya koyacak ve borsaya olan güveni hem aracı kurumlar hem de yabancı yatırımcılar gözünde azaltacaktır.

Sonuç

Türkiye'de sermaye piyasasının ulaştığı düzeyde finansal vadeli işlemler piyasasının gerekli ve mümkün olduğu herkes tarafından kabul edilmektedir. Mevcut piyasalarda işlem gören enstrümanların yanında vadeli sözleşmeler, yatırımcı açısından yeni bir yatırım aracı olarak sermaye piyasasına daha fazla fon akışına yardımcı olacak ve portföy yönetimi konusunda etkin bir riskten korunma imkanı sağlayacaktır.

Durum böyle iken, özellikle tarihsel perspektiften bakıldığında finansal vadeli işlemlerin İzmir'de İZVİP bünyesinde başlatılmasının, halihazırda piyasaların gelişimini geciktirdiği, bu şekilde bir borsanın açılmasının ise, piyasanın ölü doğmasına sebep olabileceği ve gelişmiş finansal sistemlerin vazgeçilmez bir parçası olarak düşünülen likit bir vadeli işlemler piyasasının gelişimine ve dolayısıyla tüm finansal sistemin daha etkin çalışmasına sekte vuracağı kanaati hakimdir.

Bu kanaati destekleyen en önemli gelişme ise, İMKB'nın yaklaşık 5 yıllık bir süre boyunca finansal ürünler üzerine bir vadeli işlem piyasası kurulması yönünde yürüttüğü çabalar ve önemli yatırımlar sonucu elektronik sisteme dayalı bir VİP'nın tüm altyapısını kurmuş olmasıdır. Gerek personeli gerekse teknik anlamdaki altyapısı ile İMKB bu konuda İZVİP'in çok önünde gözükmektedir. Bu çerçeveden bakıldığında, Türkiye'deki sermaye piyasası açısından maksimum katma değerin elde edilmesi için, İMKB'nın finansal ürünler üzerine VİP'nı vakit geçirmeden bir an önce devreye sokması gerekmektedir.

Diğer taraftan, TBMM'ne sevk edilen Kanun Taslağı'nın ilgili maddesinde de gerekli değişiklikler yapılmalı ve vadeli işlem sözleşmelerinin işlem göreceği borsaların mutlaka özel bir tüzel kişilik olarak, anonim şirket şeklinde teşekkül etmesi yönündeki ifadeden vazgeçilmelidir. Ayrıca ister mal ister finansal ürünler üzerine olsun, vadeli piyasalarda işlem görecek ürünün bir mal veya finansal araçtan ziyade bir menkul kıymet niteliğindeki sözleşmeler olduğu gerçeğinden hareketle, Kanun Taslağı'nda mal üzerine vadeli işlem işiyle uğraşacak borsaların açılması konusunda konuya son derece uzak olduğuna inanılan Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın uygun görüşünün alınması şartının gereksiz ve bu kapsamda ilgili olabilecek diğer bakanlık ve kuruluşların içerilmemesi nedeniyle de tutarsız olduğu düşünülmektedir.

Tüm bu gelişmeler ışığında değerlendirildiğinde, vadeli işlemler piyasasının çağdaş bir kanuni düzenleme ile dünya trendine paralel bir işletim sistemi ile vakit geçirmeksizin uygulamaya geçirilmesi ülkemiz sermaye piyasasının dünya ile entegre olması ve hızla değişen trendi bir an önce yakalaması açısından kaçınılmazdır. Bu açıdan bakıldığında, Türkiye için en uygun alternatif, özellikle finansal ürünler üzerine VİP'nın İMKB bünyesinde açılmasıdır. Elektronik alım-satım sistemine dayalı olarak çalışacak ve özellikle yabancı yatırımcılara spot piyasada aldıkları risklerden korunma imkanı sağlayacak bu girişim, piyasaların derinlik ve stabilitesini arttırarak ülke riskini azaltacak ve son aşamada ülkemize yeni sermaye girişini de beraberinde getirecektir. Sonuç olarak, bu aşamada, Türkiye'nin israf edecek kaynağının giderek azaldığı düşünülmektedir.

Türkiye'de sermaye piyasasının ulaştığı düzeyde finansal vadeli işlemler piyasasının gerekli ve mümkün olduğu herkes tarafından kabul edilmektedir. Mevcut piyasalarda işlem gören enstrümanların yanında vadeli sözleşmeler, yatırımcı açısından yeni bir yatırım aracı olarak sermaye piyasasına daha fazla fon akışına yardımcı olacak ve portföy yönetimi konusunda etkin bir riskten korunma imkanı sağlayacaktır.

Kaynakça

Akgiray, V., "The Impact of Financial Innovation and Risk Management on Economic Performance", The ISE Review, Ocak-Mart 1998; Vol. 2 No. 5, ss. 1-14.

IFR, The IFR Handbook of World Stock Derivative and Commodity Exchanges, London, 1998, Trading The Future. The Futures and Options Association, London, 1999.

Tsetsekos, G., Varangis, P., "The Structure of Derivatives Exchanges: Lessons from Developed and Emerging Markets", The World Bank, December 1997