

Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Piyasalara Olası Etkileri

Yücel Ayrıçay*

Özet: Son otuz yıldır küresel finansal piyasalarda çok sayıda finansal yenilik yer almıştır. Muhtemelen bu yeniliklerin en önemlisi türev enstrümanlardır. Gerçekten, Bretton Woods sisteminin ardından, türev piyasalar gelişmiş ve gelişmekte olan piyasaların vazgeçilmez bir parçası olarak görülmüştür. Türev piyasalar gelişmekte olan piyasa ekonomilerine bazı yararlar sağlamaktadır. Bu yararlardan bazıları, risk transferi, fiyat keşfi, tam piyasalar ve daha fazla kamusal bilgi şeklinde sıralanabilir. Bu çalışmada, önce türev piyasaların ekonomik ve finansal önemine ve işlevlerine değinilmekte, ardından gelişmekte olan ülkelere olası etkileri açıklanmaya çalışılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Türev piyasalar, gelişmekte olan piyasalar, spot piyasalar, risk transferi, fiyat keşif, tam piyasalar, riskten korunma, spekülasyon, arbitraj.

1. Giriş

Türev piyasalar uzun bir geçmişe sahiptir. Günümüz anlamındaysa, özellikle '70'li yıllardan sonra, yükselen volatilité ve piyasa riski türev piyasaların önemini artırmış; türev sözleşmeler, riskten korunma nitelikleri nedeniyle bir çok borsada aktif olarak işlem görmeye başlamışlardır. Bu piyasalarda işlem yapan katılımcıların en önemlileri bankalar, yatırım, emeklilik ve sigorta fonları, aracı kurumlar, firmalar, bireysel yatırımcılar ve hatta yerel yönetimlerdir. Çok sayıda farklı katılımcıların bulunmasının temel nedeni, türev piyasaların riskten korunma işlemlerinde daha az maliyetli alternatifler sunması, portföy kazancını artırabilmesi, alım-satım ve işlem maliyetlerinin spot piyasalara nazaran düşük olmasıdır.

* Dr. Yücel Ayrıçay, K.Maraş Sütçü İmam Üniversitesi, İşletme Bölümü.

Türev piyasalar, ilk olarak gelişmiş piyasalarda kurulmuştur. Ardından, işlevsellikleri ve yararlılıkları nedeniyle gelişmekte olan piyasaların dikkatini çekmişlerdir. Gelişmekte olan piyasalar; türev enstrümanların likiditeye ve spot piyasadaki fiyat oluşum mekanizmasına etkisi, yeni ürün imkanları, yatırım alternatiflerini çoğaltması, sistematik riski azaltması, optimal varlık dağılım olanaklarını gerçekleştirmesi, tamamlayıcı özelliklerinin bulunması ve ülke içinde ve ülkeler arasında risk transferine olanak sağlaması nedeniyle türev piyasalara yer vermektedirler.

Türev piyasaların olağanüstü boyutlara ulaşmasının ve gelişmekte olan ülkelerde türev piyasalara giderek daha fazla yer verilmesinin altında yatan temel neden, ekonomik fonksiyonlarıdır.

2. Türev Piyasaların Gelişme Nedenleri ve Önemi

Geçmiş uzun yıllar öncesine dayanan türev piyasalar, özellikle finansal piyasaların daha riskli hale gelmesiyle birlikte finansal ve finansal olmayan kurumlar tarafından riskten korunma, spekülasyon ve arbitraj amacıyla yaygın olarak kullanılmaya başlanmış ve portföy yönetim sürecinde yer almıştır.

Bu piyasalarda alım satımı yapılan enstrümanların türev ürünler olarak adlandırılmasının nedeni, söz konusu finansal enstrümanların nakit piyasalarda işlem gören hisse senedi, tahvil gibi temel yatırım araçları kullanılarak oluşturulması; değerlerinin, dayandıkları nakit piyasada işlem gören temel yatırım araçlarının değerlerinden türetilmiş olmasıdır (Konishi ve Dattatreya, 1991: 1; Marshall ve Bansal, 1993: 274; Redhead, 1997: 351). Türev enstrümanlar ve türev piyasalar deyiminin piyasanın gereksinimlerinden türetildiği için kullanıldığını ileri süren yaklaşımlar da bulunmaktadır (Canbaş ve Doğukanlı, 1997: 81). Türev piyasalar, bu enstrümanların arz ve talebinin karşılaşmasıyla oluşmakta; türev borsalarsa, türev sözleşmelerin organize bir yapı içinde alım-satımının yapıldığı, örgütsel ve yasal çerçevede işleyen, fiziki bir mekan içindeki yapıları/yapılanmaları ifade etmektedir. Dünyada 30 civarında ülkede 80'in üzerinde türev borsa bulunmakta ve bu sayı her geçen yıl artmaktadır (Erdoğan ve Kayacan, 1998). Türev enstrümanların organize borsalar dışında da alım satımının yapılması mümkündür. Organize borsalar dışında işlem gören türev piyasalar, tezgah üstü piyasalar olarak adlandırılmaktadır.

Türev sözleşmeler finansal sistemin en önemli yeniliklerindedir. Finansal sistem, yasal düzenlemelerin ve değişen yatırımcı profillerinin firmalara yüklediği maliyetleri azaltmak amacıyla finansal yenilikleri kullanmaktadır. Finansal yeniliklerin bir başka sebebi de, firmaların gerek piyasa ve firmanın kendi şartları, gerekse yasal düzenlemeler sonucu karşılaştıkları finansal sınırlamaları azaltma çabasıdır.

Diğer taraftan, bir finansal yeniliğin uzun soluklu olması ve kullanımının yaygınlaşması bu yeniliğin sistemin performansını iyileştirmesine ve işlevlerini daha etkin hale getirmesine bağlıdır. Ortaya çıkan yeni finansal ürünün ya da kurumun sistemin performansını iyileştirmesi için şu niteliklere sahip olması gerekmektedir: (a) Piyasaları tamamlayıcı olmalıdır. Yani, mevcut olan eski ürünlerin farklı bir kombinasyonuna eşdeğer olmamalıdır. Bir başka deyişle, risk-getiri-maliyet alanında mükerrer nitelik taşımamalıdır. Bu ise, ya yeni bir risk yönetimi ürünü (menkul kıymet veya kurum) ya da kaynak dağılımını iyileştirici bir ürün şeklinde olabilir. (b) İşlem maliyetlerini azaltıcı veya likiditeyi artırıcı olmalıdır. (c) Bilgi dağılımındaki dengesizlikleri ortadan kaldırarak (azaltarak) veya organizasyon içi çıkar çekişmelerinin çözümüne yardımcı olarak bu problemler yüzünden ortaya çıkan maliyetleri azaltıcı olmalıdır. Türev piyasalar ve türev enstrümanlar finansal sistemin performansının iyileştirilmesiyle ilgili olarak yukarıda sıralanan üç temel niteliğe sahip yeniliklerdir (Akgiray, 1998).

Türev piyasalar; ülkelerin finansal alt yapısının ve sermaye piyasalarının gelişmesine büyük katkıda bulunmakta; işletmelerin risk yönetimi konusunda daha “ucuz” çözümler sunmaktadırlar. Bu piyasaların gelişme ve büyümesinin bir diğer nedeni, türev enstrümanların portföy yönetim sürecine katkısından ve portföye ait sistematik riskin azaltılmasına yaptığı etkiden dolayıdır. Çeşitlendirmeye tam olarak kaldırılamayan sistematik risk, türev piyasalar sayesinde, örneğin, basitçe, belli bir hisse senedi portföyünde alım, futures piyasasında satım yapıldığında, elimine edilebilmektedir.

Türev piyasaların doğuşuna ve gelişmesine küresel açıdan bakıldığında, yukarıda işaret edilen sebeplerle ilişkilendirilebilecek farklı nedenlerin olduğu görülmektedir. Bu nedenler şu şekilde sıralanabilir: (a) Finansal piyasalarda yaşanan deregülasyon süreci yeni yatırım fırsatları doğurmuş, bu durum artan riskler için yeni enstrümanlar geliştirilmesine neden olmuştur. (b) Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda işlem yapan kurumsal yatırımcıların, bu ülkelerdeki karşılıklı işlemlerinden doğan risklerinin ortadan kaldırılması gerekmiştir. (c) Serbest Piyasa ekonomilerindeki ekonomik birimlerin maruz kaldıkları mal fiyatlarıyla faiz oranı volatilitesi için uygun riskten korunma araçlarına ihtiyaç duyulmuştur. (d) Gelişmekte olan ekonomilerdeki büyüme, bu ülkelerdeki şirketlerin üstlendikleri finansal ve mal piyasalarındaki risklerinin yönetilmesinde daha uygun çözümlere olan talebi artırmıştır.

Türev piyasalar gerek alım-satımı yapılan enstrümanların nominal tutarları açısından, gerekse işlem hacmi itibarıyla dev boyutlara ulaşmıştır. Doğaldır ki, türev piyasaların ulaştığı boyut bir taraftan denetim, gözetim ve düzenleme konularının

önemini artırmakta, diğer taraftan bu piyasalara yer vermeyen ülkeler için türev piyasaların oluşturulmasının gerekliliğine işaret etmektedir. IMF, Bank of International Settlement'in yayınladığı rakamlara göre, 1998 yılı sonu itibariyle dünyada a- lım satımı yapılan ve organize borsalarda işlem gören finansal türev enstrümanların nominal tutarının 13.931 trilyon dolara ulaştığını belirtmektedir. Aynı şekilde, tezgah üstü finansal türev enstrümanların nominal tutarı ise, 69.514 trilyon dolar civarında gerçekleşmiştir (IMF, 2000: 28-30). Bu rakamlara finansal olmayan türev enstrümanlar dahil değildir.

Yukarıda özet olarak değinilen trendler, '80'li yıllarda gerek sanayileşmiş ülke piyasalarında gerekse gelişmekte olan piyasalarda türev borsaların kurulmasını hızlandırmıştır.

3. Türev Piyasaların Ekonomik Fonksiyonları

Ekonomik açıdan bakıldığında finansal sistemin temel fonksiyonu, belirsizlik altında, zaman ve mekan boyunca ekonomik kaynakların gelişimini ve dağılımını kolaylaştırmaktır. Bu nedenle finans kesimi, kaynak yaratarak fonların yatırıma dönüştürülmesinde dağıtım etkinliğini gerçekleştirir.

Özellikle son on yıl içerisinde, yaygın bir şekilde işleyen türev piyasalar, finansal sistemin temel fonksiyonunun yerine getirilmesinde önemli katkılar sağlamıştır. Bu bağlamda, türev piyasalar, ekonomik açıdan üretim ve yatırım kararlarının alınmasında rasyonelliği sağlayacağı gibi, kaynakların verimli bir şekilde dağıtılmasında yatırımcıya geniş bir tercih yelpazesi sunarak, elde edilecek fonların üretime dönüştürülmesine yardımcı olmaktadır.

Bilgisel asimetri ve piyasa uyumsuzluklarının farkına varılmasıyla, türev piyasalarda işlem gören enstrümanların gerekliliği ortaya çıkmıştır. Türev piyasalar bu yönüyle, halihazırda fiziksel piyasalarda gerçekleşen işlemlerin başaramadığı, bilginin toplanması ve tam finansal piyasalar oluşturulmasına katkı sağlamıştır (Gibson ve Zimmermann, 1994).

Para piyasalarıyla türev piyasalar arasındaki etkileşimde, türev piyasaların kaynakların daha etkin dağıtımındaki katkılarının yanı sıra ekonomik şoklara karşı direncin artırılmasında önemli bir işlevi olduğu belirtilmektedir. Türev piyasaların varlığıyla merkez bankaları para politikasını yürütmek ve geliştirmek üzere yeni araçlar edinmişlerdir. Türev piyasaların sunduğu bu araçların kullanımıyla merkez bankalarının daha istikrarlı ve enflasyon beklentisinden uzak bir politika izlemeye başlayacağı vurgulanmaktadır (Dönmez ve Yılmaz, 1999). Miller (1997), ABD'de faize dayalı futures piyasasının kapalı olması nedeniyle Hazine tarafından yapıla-

çak ihalenin ertelenmesini, türev piyasaların açık ve etkin çalışıyor olmasının kamunun borçlanma maliyetini azaltıcı etkisine bağlamıştır (Dönmez ve Yılmaz, 1999). Bu varsayım özellikle ülkemiz açısından önem taşımaktadır. Genel olarak, türev piyasaların fiyat dalgalanmalarına karşı riskten korunma ve spekülasyon gibi iki temel ekonomik fonksiyonu olduğu belirtilmektedir. Bunlara ek olarak, tam piyasa oluşumuna katkısı, spekülatif işlemler, arbitraj, kaldıraç ve türev piyasaların bilgisel rolünün de ekonomik fonksiyonları arasında sayılması gerekir.

3.1. Riskten Korunma

Türev piyasaların en temel işlevi, bu piyasaların ortaya koyduğu riskten korunma fonksiyonudur. Korunma işlevi sayesinde risk, istekli olan spekülörlere transfer edilmiş ve korunma mekanizması ile bir çeşit sigortalama sağlanmış olmaktadır. Böylelikle, türev sözleşmeler, riskleri, ekonomideki farklı birey ve gruplar arasında etkin bir şekilde dağıtma işlevi yüklenmiş olmaktadır.

Türev ürünlerle korunma, kullanılan türev sözleşme türüne göre farklılık göstermektedir. Örneğin, opsiyon sözleşmeler, sahibine alım ya da satım hakkı veren ama zorunluluk yüklemeyen sözleşmeler olduğundan riskten korunma mekanizmasının işleyişi ve bu amaçla kullanılan stratejiler futures sözleşmelerden farklı olmaktadır. Basitçe, bir portföy yöneticisi, üstlendiği riskleri azaltmak için portföyündeki hisse senetlerini satmak yerine, hisse senedi futures ya da endeks futures sözleşmesi satma olanağına sahiptir. Böylelikle, piyasada düşüş yaşanması halinde, türev piyasada elde edilen kazanç, hisse senedinin spot piyasasındaki zararını karşılayabilecektir. Özetle, futures piyasalarında işlem yapan yatırımcılar, spot piyasada fiyatların yükselmesinden korunmak için futures sözleşmesinde uzun pozisyon alarak alıcı, düşmesinden korunmak içinse kısa pozisyon tutarak satıcı olmaktadır. Opsiyon sözleşmelerle riskten korunmak içinse, korunma amaçlı satma opsiyonunun satın alınması, sıfır primle korunma, ters işlemle riski ortadan kaldırma, satın alma opsiyonunun yazılması gibi genel korunma stratejileri ya da daha karmaşık stratejiler oluşturulabilmektedir.

Riskten korunma, risk yönetimi yöntemleri arasında büyük önem taşımaktadır. Risk yönetimi ve riskten korunma temelde kuruluşların ve bireylerin faiz, fiyat ve kur volatilitelerinden doğan risklerini giderilmesine hizmet etse bile, firma değerinin yükselmesine de yol açtığı ileri sürülmektedir. Örneğin, Fortune 500 firmaları arasında en aktif risk yönetimi sergileyen 169 firmanın ele alındığı bir araştırmada, risk yönetiminin firma değerini artırdığını gösteren kuvvetli bulgular ortaya konmuştur (Akgiray, 1998).

Riskten korunma işlevleri nedeniyle türev enstrümanların finansal olan ve olmayan kuruluşlar tarafından, özellikle gelişmiş ülkelerde, yaygın olarak kullanıldığı görülmektedir. 1993 yılında Group of Thirty (G30), tezgah üstü piyasalarda işlem yapan, finansal olan ve olmayan işletmeler arasında bir araştırma yapmıştır. Buna göre, finansal olmayan kuruluşların tezgah üstü türev enstrümanları, finansla-madan kaynaklanan risklerinden korunmak için % 82, döviz muhasebe riski için % 33, döviz işlem riskleri için % 69, aktif/pasif yönetimi içinse % 78 oranında kullandıkları belirlenmiştir. Finansal kurumlarsa, türev enstrümanlardan, finanslama-dan doğan riskleri gidermek için % 84, döviz muhasebe risklerini gidermek için % 46, işlem riskleri için % 39 ve kurumlarının aktif/pasif pozisyonlarını karşılamak içinse % 39 oranında yararlandıkları tespit edilmiştir (Sill, 1997). Bir başka çalışma, finansal olmayan ABD işletmelerinin % 81'inin kur riskinden, % 67'sinin faiz oranı riskinden, % 42'sinin mal fiyatlarındaki risklerden ve % 23'ününse hisse senedi fiyat riskinden korunmak için türev piyasaları kullandıklarını ortaya koymuştur (Smithson, 1998: 6).

Ülkemizde türev piyasa işlemleri henüz çok yenidir. İMKB Vadeli İşlemler Piyasası açılıncaya değin türev piyasa işlemlerinin, yasal boşluklarla birlikte bazı aracı kuruluşlarca ve bankalarca yurt dışı piyasalarda yapıldığı bilinmektedir (Aksel, 1995: 107). Örneğin opsiyon işlemler, özellikle döviz opsiyonları, az sayıdaki bankanın sınırlı sayıdaki müşterisine sattığı bir tezgah üstü ürün niteliğinde yer alabilmiştir (Ersan, 1997: 202). Yabancı sermayeli bir yatırım bankasının yapmış olduğu araştırmada, Türkiye'de bankalar, yabancı yatırımcılarla çalışan aracı kurumlar ve şirketlerin yabancı ülkelerde yer alan türev borsalardaki işlemlerinden doğan toplam sözleşme sayısının 3000-4000 civarında olduğu belirlenmiştir (Ergincan, 1996: 96). Ülkemizdeki en yaygın türev işlemler forward ve swaplar'dır. Selvi'nin (1998), 52 banka arasında yaptığı bir araştırmaya göre, Türk bankacılık sektörünün türev ürünlerdeki toplam işlem hacmi 1993 yılında 64.106 milyar TL, 1996 yılındaysa 2.130.665 milyar TL dolayında gerçekleşmiştir. Buna göre, 52 bankanın % 78'i döviz forward, % 19.2'si faiz forward, % 73.1'i döviz swap, % 17.3'ü faiz swap, % 19.2'si döviz futures; %1 3.5'i faiz futures, % 19.2'si faiz opsiyon ve % 7.7'si ise faiz opsiyon sözleşmesine yer vermiştir (Chambers, 1998: 212).

Çalışmalardan hareketle, türev piyasaların işletmelerimiz tarafından yaygın olarak kullanılmadığını, riskten korunma işlemlerinde türev enstrümanlardan yeterince yararlanılmadığını söylemek yanlış olmayacaktır. Bu durum, yakın zamanda İMKB bünyesinde kurulan Vadeli İşlemler Piyasası'nın faaliyete geçmesinin ardından değişmemiştir. Bu piyasanın işlem hacmi son derece düşük seyretmektedir. Oysa, gerek türev piyasaların temel işlevinin riskten korunma işlemlerinde yoğun-

laşması, gerek gelişmiş ülkelerde türev enstrümanların riskten korunma amaçlı kullanımındaki yaygınlık işletmelerimiz için kur, faiz ve fiyat riskinden korunma konusunda potansiyel yararlarla işaret etmektedir.

3.2. Türev Piyasaların Piyasa Yapısına Katkıları

Türev enstrümanların genel ekonomik ve sosyal değeri, finansal piyasaları tam getirme potansiyellerinde yatmaktadır. Arrow-Debreu Modeline göre, ekonomide her durumu karşılayacak sayıda pür menkul kıymet varsa, ya da “n” sayıda bütün pür menkul kıymetler piyasada alınıp-satılan varlıkların portföyünden oluşturulabiliyorsa o piyasa tam piyasadır. Bir başka deyişle, mevcut piyasada bütün yatırım ihtimalleri karşılanabiliyorsa tam piyasadan, bazı yatırım imkanları ihtimaller içine dahil edil(e)miyorsa bu durumda eksik piyasa söz edilebilir. Yani, tam olmayan piyasalarda bir kısım yatırımcıların portföylerinde bulundurmak istedikleri menkul kıymetlerin karşılanamaması söz konusudur (Kaplan, 1999). Oysa tam piyasada, her önceliği karşılayabilecek sayıda pür menkul kıymet olduğundan, ekonomik aktörler kendi önceliklerini yansıtan ödeme modellerini sağlayan portföyleri yaratabilmektedirler. Gerçekten, tam piyasada olası tüm ödemeler yeni enstrümanlara gerek kalmaksızın mevcut mekanizmadan elde edilebilmektedir (Yıldırım, 1997: 4).

Tam piyasa, öncelikle mümkün olan olası tüm getiri kombinasyonlarını mevcut menkul kıymetler arasından oluşturulabilmesine olanak sağladığından dolayı, böyle bir piyasanın bulunması yatırımcıya maksimum esneklik sağlayacaktır (Sill, 1997). Sonuç olarak, tam piyasada kaynakların daha etkin dağıtılacağından dolayı ekonomik etkinliğe ulaşmak mümkün olabilecektir.

Ancak gerçekte, tam piyasa için bir kısım engeller bulunmaktadır. Örneğin, maliyetler kimi işlemleri yapılabilir olmaktan çıkarmakta, hükümet düzenlemeleri piyasayı sınırlayabilmektedir. Bu tür engeller piyasayı, kendini mükemmelere yaklaştıracak yeni enstrümanlar arayışına itmektir. Tam bu noktada, türev enstrümanların finansal piyasaların tam hale gelmesine olumlu etki yapabileceği ileri sürülmektedir. Bir başka deyişle, türev enstrümanlar, tam piyasa için uygun mekanizmaları oluşturmaktadırlar. Ayrıca, türev enstrümanlar mevcut menkul kıymetler üzerinden işlem gördüğünden, yani bir enstrüman oluşturmaktan daha az maliyetlidirler.

Diğer taraftan, finansal piyasalar eksik olsa bile, türev enstrümanların bir çok ekonomik yarar sağladığını söylemek olasıdır. Türev enstrümanlar ekonominin mümkün her durumu karşılayabilecek çözümlere katkıda bulunduğundan, yatırımcıların muhtemel beklenti ve tercihleri daha fazla karşılanabileceklerdir. Bunun sonucu olarak, ekonomik birimlere finansal türev enstrümanların dayandığı varlıkla-

rın gelecekteki beklenen getirileri hakkında bilgi sağlama olanağı ve ekonomideki belirsiz her bir duruma eşlik eden tüm yatırım fırsatlarının risk fiyatını belirleme imkanı verilmiş olmaktadır. Türev piyasalar, piyasa koşullarından kaynaklanan risklerden kaçınmak için riskten korunma mekanizması sağlayarak optimal risk dağılımına katkıda bulunmaktadır. Bu piyasalar, üzerinde buldukları spot piyasada fiyat formasyonları sağlayabilmekte ve kolektif beklentileri sağlayan fiyat hareketlerinin geleceğiyle ilgili fiyat sinyalleri oluşturabilmektedirler. Türev piyasaların, özellikle organize borsalar vasıtasıyla işlediği bir sermaye piyasasında, fiyatların daha etkin olduğu, likiditenin arttığı, ayrıca piyasalara gelen bilginin fiyatlara çok hızlı yansıdığı gözlemlendiği belirtilmektedir (Dönmez ve Yılmaz, 1999). Böylelikle ekonomik birimler, referans olarak, örneğin, futures fiyatları kullanılarak rasyonel kararlar alabilmektedirler. Sonuç olarak, piyasadaki varlıkların ve ekonomik kaynakların etkin dağılımı sağlanabilmektedir.

3.3. Türev Piyasalar ve Spekülatif İşlemler

Finansal piyasalarda spekülâtorler ve riskten korunular birbirini tamamlayan unsurlardır. Spekülâtorler riskten korunuların kaçındıkları ve transfer etmek istedikleri riskleri kazanç öngörüsüyle üstlenen aktörlerdir. Türev piyasalardaki spekülâtorler, üzerine yazılan varlığa ya da mala ait sözleşme fiyatının ilerde belli bir istikamette yol alacağına inanarak piyasada pozisyon tutan işlemcilerdir. Basitçe, örneğin, A hisse senedinin fiyatının belli bir gelecekte düşeceğine inanan bir spekülâtor, elinde bu hisse senedi olmasa da, hisse senedi futures sözleşmesinde kısa pozisyon alarak, hisse senedi fiyatının düşmesinden kazanç elde etme olasılığına sahip olmaktadır.

Spot piyasalardansa türev piyasalarda spekülatif işlem yapmanın avantajı, özellikle kaldıraç imkanının büyüklüğüdür. Kaldıraç olanağının yüksekliği sayesinde daha küçük fonlarla daha büyük meblağlar için spekülasyon yapma olanağı bulunmaktadır. Spot piyasa yerine türev piyasalarda işlem yapan spekülâtorün bir diğer avantajı, türev piyasaların spekülasyon için alternatif araçlar sağlamasıdır. Ek olarak, spot piyasada spekülasyon yapmada bazı sorunlarla karşılaşılmasının, spekülâtorlerin türev piyasada işlem yapmayı yeğlemelerine yol açtığı belirtilmektedir. Buna göre, cari piyasada kısa pozisyonda spekülasyon yapmaya yetecek yeterli hacimde varlık bulmanın güçlüğü ve cari piyasaların türev piyasalara göre daha az likit oluşu spekülatif faaliyetlerde türev piyasaların yoğunluk kazanma sebepleri arasında yer almaktadır (Chambers, 1998: 185). Türev piyasalardaki spekülatif alım-satım faaliyetleri zaman zaman ani fiyat hareketlerine sebep olmakla birlikte, piyasanın likiditesini ve işlem hacmini artırmaktadır (Yılmaz, 2002: 24).

Türev enstrümanlar yoluyla spekülasyon işlemlere çekinceli yaklaşanlar, türev piyasaların spot piyasa volatilitesini artırdığına ilişkin iddialara dayanmaktadır. Özellikle 1987 borsa krizinin sonrasında bu görüş daha yüksek sesle ifade edilme-ye başlamıştır. Ancak yapılan çok sayıda çalışma göstermektedir ki, türev araçlar hisse senedi ve tahvil piyasasındaki fiyat istikrarını artırmaktadır (Akgiray, 1998). Bu açıdan, en hafif deyişle, kesin olarak türev piyasaların volatilitiyi artırdığını söylemek isabetli bir görüş olmayacaktır.

3.4. Türev Piyasalar ve Arbitraj

Arbitrajcular türev enstrümanları kullanan diğer bir önemli gruptur. Bu grup, iki ya da daha fazla piyasada aynı anda aldıkları pozisyonlar ile risksiz kazanç fırsatları araştırırlar. Yani, arbitraj fırsatlarını doğuran olgu, bir varlığın farklı finansal piyasalardaki fiyatlarının senkronize olmamasından kaynaklanmaktadır. Bu farklı fiyatları kovalayarak risksiz kazanç sağlamaya çalışan çok sayıda arbitrajcinin olması, dolaylı olarak, fiyatların birbirine yaklaşmasına piyasaların senkronize hale gelmesine yol açmaktadır. Bir başka deyişle arbitraj işlemlerinin adeta bir yan ürünü niteliğinde olmak üzere, farklı piyasalar bir birine bağlanmakta ve hepsinin tek bir piyasaya dönüşmesi kolaylaşmaktadır (Karluk, 1991: 316).

Arbitraj işlemlerinin bir diğer etkisi, varlık piyasalarını daha likit hale getirmesidir. Böylelikle, işlem maliyetlerinin azaltılması mümkün olmaktadır. Arbitrajcular türev enstrümanlarda ve o enstrümanların dayandıkları varlıklarda pozisyon aldıklarından dolayı, arbitraj işlemi likidite primine ya da dayandıkları varlığın alış ve satış fiyatları arasındaki farklılığın azaltılmasına yardımcı olmaktadır (Sill, 1997).

3.5. Türev Piyasalar ve Kaldıraç

Türev enstrümanlar, yatırımcılara yüksek kaldıraç için ucuz fırsatlar yarattıklarından dolayı risk dağılımında yardımcı olmaktadır. Nakit piyasada türev enstrümanın üzerine yazıldığı varlığa yatırım yapmak yerine türev enstrümanlara yatırım yapmak, yatırımcıya % 90'a varan maliyet tasarrufu sağlayabilmektedir. Yatırım için sağlanan bu yüksek kaldıraç etkisi, optimal varlık dağılımı için bir maliyet etkin fırsat anlamına gelmektedir (McGinn, 1997). Bir çalışmada, emeklilik fonu portföyünün varlık tahsis karışımında hisselerin maruz kalabileceği riski % 80'den % 70'e çekmek için endeks futures işlemlerinin kullanımı, yüzlerce hisse alıp satarak bunu gerçekleştirmekten dört misli daha ucuza mal olduğu bulgulanmıştır (Miller, 1999).

Yatırımcının böylesi yüksek kaldıraç olanaklarına sahip olabilmesi için katlanması gereken öncelikli tek maliyet, opsiyonlarda opsiyon primi ve futureslarda ise

karşılama marjıdır. Böylece yatırımcılar, nispeten küçük bir fonla oldukça geniş varlık çeşitleri üzerinde işlem yapma fırsatı elde etmiş olacaklarından çeşitlendirilebilir risk, daha az maliyetle elde edilebilmektedir. Türev enstrümanların sağladığı yüksek kaldıraç etkisi, spot piyasaya nazaran portföy çeşitlendirmesi için daha ucuz olanakları bünyesinde barındırmaktadır.

3.6. Türev Piyasaların Bilgisel Rolü

Finansal piyasaların tam olması halinde yatırımlarda ve portföy stratejilerinde opsiyon ya da futures gibi türev enstrümanlara baş vurulması işlem maliyetleri ya da bilgisel asimetrimin giderilmesi açısından bir yarar sağlamayacaktır. Oysa pratikte piyasaların tam olmaması nedeniyle türev enstrümanların, özellikle nakit piyasaya nazaran düşük işlem maliyetleri sağlaması, ekonomik refaha katkısını ortaya koymaktadır. Ancak, işlem maliyetlerinin azaltılması yoluyla ekonomik refaha katkıda bulunma, türev piyasaların ekonomik yararlarının sadece bir yönünü oluşturmaktadır.

Yaygın olarak bilindiği gibi türev enstrümanların temel fonksiyonu risk dağılımı ile açıklanmaktadır. Riskin varlığı ya da derecesiyle bilgiyle yakından ilişkilidir. Türev enstrümanların temel fonksiyonu risk dağılımı/paylaşımı/transferi olunca, bu enstrümanların finansal sistemin bilgisel yapısı üzerine etkilerinden bahsetmek yanlış olmayacaktır. Bilgi, bir ekonominin en canlı öğelerinden ve istikrar unsurlarından biridir. Türev enstrümanların bilgisel yapıya olan etkileriyle ekonomik istikrar ve istikrarsızlık tartışmalarının odağında ele alınması gereken bir konudur.

Türev enstrümanların, özellikle opsiyonların kullanımı, nakit piyasada edinilmesi mümkün olmayan ilave bilgi sağlamaktadır. Alım ve satım opsiyonlarının arz ve talebi belirli bir fiyat seviyesinde opsiyon satan ve alan kesimlerin eğilimleri hakkında bilgi toplanmasını mümkün kılmakta, yani, varlıkların gelecekteki fiyat volatilitesi hakkında bilgi sağlanmaktadır. Risk yöneticisi ise, gelecekte gerçekleşebilecek volatilitenin hakkında bilgi sağladığında, bu volatilitenin yönetebilmek için gerekli stratejileri oluşturabilme olanağı edinmiş olmaktadır. Türev enstrümanların volatilitenin ilgili sağladığı böylesi bir bilgi, belli fiyat seviyelerinde elde edilebilir likidite hakkında da bilgi vermektedir. Futures işlemleriyle, üzerine yazıldığı varlığın nakit piyasa fiyat oluşum sürecine etki etmekte ve hızlandırmaktadır. Bu bağlamda, iyi işleyen futures piyasaları nakit piyasa fiyatına ışık tutucu niteliktedir (Gibson ve Zimmermann, 1994).

Bilginin fiyatlara hızla yansması ve gelecekteki fiyat volatilitesi hakkında edinecek bilgi, etkin piyasa kavramıyla yakından ilişkilidir. Etkin piyasa, fiyatların, elde edilebilen tüm bilgileri tam olarak yansıttığı piyasadır. Bu nedenledir ki, türev piyasalar, özellikle futures ve opsiyon sözleşmelerin piyasa etkinliğine katkı yaptı-

ğı söylenebilir. Ancak bu etkinin olabirliği için her şeyden önce futures piyasaların etkin olup olmadığından bahsetmek gerekmektedir (Yıldırım, 1997: 9) .

4. Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Piyasalara Olası Etkileri

Gelişmekte olan piyasalara neredeyse her yıl bir yenisi eklenmektedir. Bunun temel nedeni, bu piyasaların giderek finansal piyasaların ayrılmaz bir parçası haline gelmeye başlamaları, ekonomik fonksiyonları ve finansal piyasalara etkileridir.

Ülkemizdeyse, 15 Ağustos 2001 tarihinde İMKB Vadeli İşlemler Piyasası açılmış; türev piyasalar faaliyete başlamıştır. Ancak, henüz çok yeni olan bu piyasa yatırımcılar açısından yeteri kadar tanınmamakta, işlem hacmi açısından çok yetersiz düzeylerde seyretmektedir. Bu nedenledir ki, kurulan futures işlemler piyasasının spot piyasa, volatilité ve likidite gibi unsurlar üzerine etkisi konusunda yapılacak ampirik çalışmaların sıhhati şüpheli olacaktır. Buna karşın, türev piyasaların içinde buldukları piyasalara etkisinin hangi alanlarda ortaya çıkabileceği, bu etkinin yönü ve derecesi konusunda ilgili literatürün sağlayacağı ışık, yeni kurulmuş olan İMKB Vadeli İşlemler Piyasası'nın ekonomimize ve finansal piyasalarımıza sağlayabileceği avantajlara ve dikkat edilmesi gereken alanlara yatırımcıların ve düzenleyici otoritenin dikkatlerini çekmek açısından aydınlatıcı olabilecektir.

Bilindiği üzere, gelişmekte olan piyasaların yapısı gelişmiş piyasalardan farklılık göstermektedir. Türev piyasaların gelişmekte olan piyasalara olası etkileri, sistematik risk, hizmet çeşitliliği ve yatırım seçeneklerinin çoğalması, likidite ve fiyat oluşum mekanizması ile spot piyasalar üzerinde sınıflandırılabilir.

4.1. Gelişmekte Olan Piyasaların Yapısı

Piyasaların gelişmişlik düzeyleri bir birinden farklıdır. Piyasaların gelişmişlik düzeylerinin belirlenmesinde çeşitli finansal kurumlar ve uzmanlar tarafından farklı kriterler ortaya konmuştur. Feldman ve Kumar (1995) bunları, özel sektörün rolü, büyüklüğü, piyasalardaki yabancı yatırımcılar, alternatif finansal kaynaklar, yapısal düzenlemeler, takas ve ödeme düzenlemeleri, yerli ve yabancı yatırımı yönlendiren yasal ve düzenleyici mevzuat şeklinde sıralamaktadır. Bu kriterlerin dışında, türev piyasaların varlığı, piyasa kapitalizasyonu, işlem hacmi, sermaye piyasasına gelen yurt içi tasarrufun gayri safi milli hasılaya oranı, yerel ve kurumsal yatırımcı, menkul kıymet çeşitliliği, akışkanlık, yoğunlaşmalar, dışa açıklık, yeni ihraç miktarları, borsaya kote şirket sayısı, ortalama şirket büyüklükleri, teknolojik altyapı ve borsanın kuruluş tarihi gibi kriterler de yaygın olarak kullanılmaktadır (Doğu, 1996: 3).

Gelişmiş piyasaların gelişmekte olan piyasalardan yapısal farklılıklarından biri

de, önemli bir gelişmişlik ölçütü olarak türev piyasaların varlığıdır. Sermaye piyasasındaki yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi, etkin bir piyasa oluşturulması, bilginin etkinliğin sağlanması, kaynakların etkin bir şekilde dağılımının başarılması türev piyasaların varlığıyla yakından ilgilidir. Bu nedenle, gelişmekte olan piyasalara türev piyasaların olası etkilerinin irdelenmesi gerekmektedir.

Türev piyasalar, ekonominin gelişmesine paralel olarak, enflasyonun kabul edilebilir seviyelere çekilmesi ve ekonomik dengelerin kurulması aşamalarının ardından ele alınmalıdır. Bu açıdan bakıldığında, İMKB Vadeli İşlemler Piyasası'nın ekonomik istikrarsızlık döneminde kurulmuş olması bir dezavantaj olarak gözükmemektedir.

4.2. Türev Piyasaların Gelişmekte Olan Piyasalara Olası Etkileri

Türev piyasalar ve borsalar menkul kıymet piyasalarının gelişimini tamamlayan unsurlardan biridir. 1996'nın sonlarına kadar, menkul kıymet piyasalarına sahip 78'den fazla gelişmekte olan ülkenin kapitalizasyonları 1990'lara varıncaya kadar gerçekleşen miktardan on kat daha artmış ve borsalardaki yerel şirket sayısı iki katına çıkmıştır. Bu büyük ilerlemede türev borsalar önemli rol oynamışlardır. Bu süreç içinde türev borsa ve piyasalar, kaynakların dağılımının sağlanmasına katkıda bulunmuşlar, buldukları ülke içinde ve ülkeler arasında riskin transferini gerçekleştirmişlerdir. Her ne kadar türev piyasaların olağanüstü büyüklüklere ulaşması nedeniyle kaygılar bulunsun da, uygulandıkları borsalarda yapılan iş artmakta, borsalar büyümeye, yeni ürünler sunmaya devam etmektedir (Tseksekos ve Varangis, 2000).

Sistemik Risk Etkisi: Gelişmekte olan piyasalar, çoğunlukla ekonomik ve politik istikrarsızlık nedeniyle, gelişmiş piyasalara göre daha riskli bir konumdadırlar. 3 Ekim 1995 ile 2 Ekim 1996 tarihleri arasında gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda sistemik riskleri araştıran bir çalışma, gelişmekte olan piyasalara yapılan yatırımların, gelişmiş piyasalara oranla iki kat daha fazla risk taşıdığını göstermiştir (Ugan, 1997). Türev piyasalar, gelişmekte olan piyasalarda varlığı daha fazla hissedilen sistemik riskin yönetilmesi için, özellikle '80'lerden sonra, yaygın olarak kullanılmaktadır. Yapılan büyük ölçekli bir çalışma, türev enstrümanların kullanımından sonra, bu araçları kullanan firmaların beta katsayılarında önemli düşüşler bulunduğunu göstermiştir. Başka bir deyişle, salt çeşitlendirmeye mümkün olmayan bir sonuç ortaya çıkmış ve bu firmaların piyasa riskleri azalmıştır (Akgiray, 1998). Sistemik risk, türev piyasalar yoluyla elimine edildiği ölçüde, tasarrufların sermaye piyasalarına akışının hızlanacağını, yabancı yatırımcıların yerel piyasalarda daha fazla yer alacağını söylemek yanlış olmayacaktır. Gelişmekte olan menkul kıymet piyasalarının büyüüp derinleşmesi, diğer faktörlerle birlikte, ülkelerin sosyoekonomik

gelişimine ve piyasaların dünya ile bütünleşmesine olumlu etki eden unsurlardandır.

Hizmet Çeşitliliği ve Yatırım Seçeneklerinin Çoğaltılmasına Katkısı: Banka ve aracı kurumlar yatırımcıya yeni ve alternatif hizmet sunmak durumundadırlar. Türev piyasalar, hem bu işlevin yerine getirilmesini sağlamakta hem de bu kuruluşlara yeni bir kar kaynağı oluşturmakta, piyasalarda işlem yapan yeni kurumsal katılımcıların oluşumuna öncülük etmektedirler. Özellikle türev piyasaların çok geliştiği ABD’de bankalar ve aracı kurumlar dışında türev piyasaları kullanan pek çok farklı kurum vardır. Tasarruf ve Kredi Birlikleri, sigorta şirketleri bunların başında gelmektedir. Bütün bu kurumların türev piyasalarda bulunma güdülleri farklıdır ve bu durum türev piyasaların kullanıcıları için ne denli geniş bir olanaklar yelpazesine sahip olduğunu göstermektedir. Örneğin bankalar, türev piyasaların sunduğu hizmetlerden likidite artırmak, aktif-pasif yönetimi, kredilerde rekabet avantajı sağlamak ve daha esnek ürün karışımları sunmak, daha sürekli yatırım performansları oluşturmak ve kazançları önceden tahmin edilen yatırımlar üzerinde kilitlemek şeklinde özetlenebilecek beş temel yarar sağlarlar (Rothstein ve Little, 1984).

Likidite ve Fiyat Oluşum Mekanizmalarına Etkisi: Likidite ve fiyat oluşum mekanizmalarıyla ekonomik birimler arasında risk transferinin sağlanması türev piyasaların temel fonksiyonlarındanıdır. Likidite, görece kısa vadede, büyük miktarlarda türev sözleşmenin fiyatları etkilemeksizin alınıp satılabilme yetisini ifade etmektedir. Risk etkin bir şekilde transfer edilmekteyse, bu sözleşmeleri almaya ya da satmaya hazır çok sayıda ekonomik birim bulunacaktır.

Türev piyasalar, işlem yapan çok sayıda katılımcıyla birlikte yüksek hacimde işlemlerin hızlı bir şekilde yapılmasına neden olmaktadır. Fiyat oluşum mekanizması, bir varlığın fiyatının oluşturulmasını ifade etmektedir. Borsalar, alım satım işlemcilerinin sürekli bir biçimde alıp sattıkları varlıkların fiyatıyla ilgili bilgileri biriktiren ve hızlı bir şekilde kullanıma sunan mekanizmalar yaratmaktadır. Bu şekilde borsa dışında bulunan katılımcılar kolaylıkla bu bilgilere erişebilmekte ve istedikleri anda varlığın fiyatını belirleyebilmektedir (Tseksekos, Varangis, 2000). Türev piyasaların gelişmekte olan piyasalara etkisinden bahseden Aksel (1995: 109), türev piyasaların piyasa likiditesine katkı sağlayacağını belirtmektedir. Akgiray (1998), türev piyasaların, buldukları ülkenin sermaye piyasasının gelişimini tamamlamasına büyük katkı sağladığını belirtmekte, bu piyasaların, özellikle organize borsalar vasıtasıyla işlediği bir sermaye piyasasında, fiyatların daha etkin oluştuğunu, likiditenin arttığını, piyasaya gelen bilginin fiyatlara daha hızlı yansındığını ifade etmektedir.

Spot Piyasalara Etkisi: Türev piyasalar ile spot piyasalar arasındaki ilişkide iki

temel yaklaşımın varlığından söz etmek mümkündür. Birinci görüşe göre, türev piyasalar spot piyasaları olumlu yönde etkilemekte, fiyat volatilitelerini azaltmakta, bilgisel etkinliği artırmakta, alım-satım marjlarını daraltmaktadır. Özellikle endeks üzerine türev işlemleriyle birlikte spot piyasadaki volatilitede düşüş olduğu, bu işlemlerin başlamasıyla spot piyasa etkinliğinin ve derinliğinin arttığı ifade edilmektedir. Diğer yaklaşım ise, türev piyasaların spot piyasalara olumsuz etkide bulunduğunu ileri sürmektedir (Dönmez ve Yılmaz, 1999). Bu iki ana görüşün yanı sıra, türev piyasalarla birlikte volatilitenin arttığını, fakat aynı zamanda bilgisel etkinliğin de yükseldiğini öne süren farklı bir yaklaşımın da bulunduğu da görülmektedir (Antonious vd., 1998).

Şunu belirtmek gerekir ki, türev piyasalarla spot piyasalar arasındaki karşılıklı etkileşim üzerinde rol oynayan bir çok faktör bulunmaktadır. Bunlar; bu piyasaların bulunduğu ülkelerdeki fiyat istikrar mekanizması, likidite sınırlamaları, işlem maliyetleri, işlem sistemi, spekülörlerin riske karşı tavırları ve makroekonomik göstergelerdir. Türev piyasalarla spot piyasalar arasındaki etkileşiminin kompleks ve karmaşık bir konu olmasının, zaman zaman olumsuz bulgulara varılmasının ve bu ilişkinin ülkeden ülkeye farklılık göstermesinin asıl sebebi yukarıda sayılan faktörlerin ülkeler arasında değişiklik göstermesidir (Dönmez ve Yılmaz, 1999).

Ancak, çalışmalar daha çok, türevlerin piyasaların spot piyasalar üzerinde görülmedik ve köklü riskler yaratmadığı, belki mevcut risklerin yapısını ve yoğunluğunu değiştirebileceği, alt yapısı iyi olan borsalarda açılacak türev piyasaların risk yönetimi alanında işlerlik sağlayacağı, ekonomi ve piyasadaki kaynak dağılımına olumlu katkıda bulunacağı yönündedir. Anlaşıldığı kadarıyla, türev piyasanın spot piyasalara olumlu etki yapmasının en temel koşulu, halihazırdaki spot piyasanın gerçekte iyi ve sağlıklı işleyip işlemediği ya da sorunlu olup olmadığıdır. Spot piyasalarda sorun bulunduğunda, bu sorunların kurulacak türev piyasaya taşınabileceği, daha sonra artarak yeniden spot piyasalara aksedebileceği akıldan çıkarılmamalıdır. Sadece spot piyasalardaki değil, finansal sistemin bütünündeki sorunlardan soyutlanmış bir piyasanın varlığı olası olmadığından, türev piyasaların içinde yer alacakları spot ve bütün bir finansal piyasa yapısı, kurulacak piyasanın başarı şansını artırabilecek önemli unsurlardan biridir. Dolayısıyla, türev piyasa spot piyasa etkileşiminde ortaya çıkan sorunlu alanların türev piyasalardan kaynaklandığını söylemek yerine, sorunun bütünsel bir yaklaşımla ele alınması daha gerçekçi olabilecektir.

Öte yandan, konu ile ilgili olarak öne sürülen olumsuz görüşün özellikle ABD'nin düzenleyici kurumlarında çalışmış bürokratların olumsuz yargılarından kaynaklandığını belirtmek gerekmektedir. Bu görüş, 1987 borsa krizinden sonra, söz konusu bürokrat kökenli kesimlerce, daha kuvvetli dile getirilmiş ve yaşanan borsa krizinden

türev piyasaların sorumlu tutulması eğilimi doğmuştur. Ancak, yapılan çok sayıda ampirik araştırma göstermektedir ki, türev enstrümanlar hisse senedi ve bono piyasalarındaki fiyat istikrarını artırmaktadır. Bu konuda yapılmış çok sayıda çalışmanın bulgularına göre türev enstrümanlar piyasaların mikro yapısını iyileştirmiştir. Ek olarak, alım-satım farklarının hisse senedi opsiyon uygulamasıyla düştüğü ve opsiyonların uygulanmadığı hisse senetlerine göre azaldığıdır ileri sürülmektedir. Bu düşüşü, opsiyon uygulamasına başlanmasının ardından, spot piyasada gözlenen likidite fazlalığı ve düşük volatiliteye bağlamak mümkündür (Dönmez ve Yılmaz, 1999).

Chicago Mercantile Exchange'in Standard and Poor's Index of 500'e dayalı hisseler üzerinden futures sözleşmelerinin uygulamaya konma tarihi olan Nisan 1982 tarihi baz alınarak yapılan bir çalışmada Nisan öncesinde ve sonrasında ay, hafta, ve gün içi ortalama ve standart sapmalar incelenmiştir. Bulgular, hisse senedi fiyat volatilitenin, hisse senedi endeks futures sözleşmelerinin işlem görmeye başlamasıyla arttığını gösterir sonuçlar vermemiştir. Dahası, sonuçlar, aylık, haftalık ve gün içi sıklıklarda volatilitenin Nisan 1982 sonrasında düştüğünü ortaya koymuştur. Olumsuz olarak, yalnızca, gün içi volatilitesinde çok küçük bir artışa işaret edilmektedir (Santoni, 2000). Hatta Gerety ve Mulherin (1991), ABD'de futures piyasaların faaliyete geçmesinin ardından spot piyasa volatilitesine ilişkin araştırmalarında, Ekim 1987 krizi dışında, volatilitede gün içi dalgalanmalar dahil sistemli bir artışın belirlenemediğini ortaya koymuşlardır. Nitekim, Maberly (vd, 1989), ABD'de, 1982'de, S&P Futures sözleşmesinin işleme başlamasıyla piyasa volatilitesinde 82-87 döneminde azalma, 82-89 dönemindeyse artma olduğunu belirlemişlerdir. Bu fark, 1987 borsa çöküşü nedeniyle oluşmuş bir farklılık olarak algılanabilecek niteliktedir.

25 ülkeyi kapsayan diğer bir çalışmada türev piyasaların, açılmadan önce ve sonra oluşan volatiliteye, yani spot piyasa volatilitesine etkisi, günlük endeks getirilerinin yıllık standart sapması hesaplanarak belirlenmiştir. Buna göre, volatilité, endeks üzerine türev işlem sözleşmelerinin işlem görmeye başladığı 6 ülkede artış, 17 ülkede ise azalış göstermiştir (Dönmez ve Yılmaz, 1999).

Araştırmalar, spot ve türev piyasaların makul sınırlar içinde birlikte hareket ettiğini göstermektedir. Arbitraj imkanları az olup, böyle bir durum ortaya çıktığında yatırımcılar tarafından derhal fark edilerek ortadan kaldırılmaktadır. Ancak Ekim 1987 piyasa çöküşünde olduğu üzere iki piyasa arasındaki ilişkinin geçici olarak kaybolduğu deneyimler de yaşanmıştır. Böyle dönemlerde bile türev sözleşme alım satımının olumsuz etkisi açık değildir (Aydoğan, 1998).

Yukarda yer verilen uygulamalı çalışmalar, türev piyasalarının bulunduğu ülkelerde fiyat istikrarını sağladığını göstermektedir. Bununla birlikte, spot piyasadaki

volatilitenin özellikle hesaplaşma günlerinde artış göstermesi, bu günlerde türev sözleşmelerin tesliminden kaynaklanan alım-satım hareketlerinden doğmaktadır. Yani, teslimat için gereken koşulları yerine getirme çabası spot piyasaya etki edebilmekte; alış-satış işlemlerinin yoğunluğu artmakta ve tarafların uygun fiyatla işlem yapma gayretleri volatilitiyi artırabilmektedir (Edwards, 1988).

5. Sonuç

Ekonomik fonksiyonları ve piyasaya etkileri nedeniyle gerek gelişmiş, gerekse gelişmekte olan ülkeler türev piyasalara yer vermektedirler. Türev piyasalar, özellikle organize borsalar aracılığıyla işlediğinde gelişmekte olan ülkelerdeki piyasa yapısına büyük katkılar sağlamakta ve tam piyasaların oluşturulmasında olumlu rol üstlenmektedirler. Ekonomik fonksiyonları açısından bakıldığında, bu tür piyasaların riskten korunma açısından ucuz maliyetli fırsatlar sağladığı görülmektedir. Gelişmekte olan piyasalar giderek daha aktif bir şekilde türev piyasalardan yararlanma yoluna gitmektedirler. Gelişmekte olan piyasaların en önemli özelliklerinden birisi de sistematik riskin yüksek olmasıdır. Sistematik risk, türev piyasalar yoluyla azaltılabilmektedir. Türev piyasalar, hizmet çeşitliliği ve yatırım seçeneklerini çoğaltmakta, piyasanın daha likit hale gelmesine katkı sağlanmaktadır. Fiyat keşif mekanizması için ek fırsatlar doğurabilen türev piyasalar sayesinde fiyat volatilitesi, bilgisel etkinliğin artırılması, alım satım marjlarının daralması yoluyla spot piyasalardaki etkinlik ve derinlik artışı sağlanabilmektedir.

Türev enstrümanlar yeni ve kompleks ürünlerdir. Türev piyasaların gelişmekte olan piyasalara etkileri konusundaki çalışmalar cesaretlendirici olsa da, zaman zaman olumsuz sayılabilecek sonuçlara ulaşılmaktadır. Olumsuz bulgular, türev piyasaları suçlayıcı olmaktan çok, finansal piyasa ve spot piyasaların sağlamlık ve işlerliğinin bir bütün olarak ele alınması gerektiğini ortaya koymaktadır. Spot ve finansal piyasaların yapısı, işleyişi ve yasal mevzuatta sorunların olduğu bir ortamda türev piyasaların sağlıklı işlemediği belirtilmektedir.

Türev piyasalar hakkında finansal literatürde yer alan olumsuz ve olumlu görüşler, henüz çok yeni olan İMKB Vadeli İşlemler Piyasası'nda işlem yapmak isteyenler ve düzenleyici otorite için uyarıcı nitelikte önem taşımaktadır. Türev piyasalarla ilgili çalışmaların yaygınlaşması ve derinleşmesiyle birlikte işletmelerimiz ve yatırımcılar bu piyasaların sunduğu avantajlar konusunda aydınlatılmış olacaklardır. Bilgi ve tecrübe eksikliğinin giderilmesi, diğer koşullarla birleştiğinde tüm piyasa katılımcılarının türev piyasaların, özellikle riskten korunma ve spekülasyon üzerinde yoğunlaşan imkanlarından daha fazla yararlanma olanağına kavuşmaları ümit edilmektedir.

Abstract: Over the past three decades, there has been a good deal of financial innovations in the global financial markets. Probably the most important of those financial innovations is the derivative instruments. In fact, after the Bretton Woods system, derivatives markets are seen as an indispensable component of the developed and emerging markets. Derivatives markets can provide certain important benefits for emerging markets economies. Some of these benefits include risk transfer, price discovery, complete financial markets and more public information. In this study, firstly economic and financial importance and functions of the derivatives markets are reviewed, and then possible impacts of derivatives markets on the emerging markets are aimed to explain.

Key Words: Derivative markets, emerging markets, spot markets, risk transfer, price discovery, complete markets, hedging, speculation, arbitrage.

Kaynakça

- Akgiray V. (1998), "Finansal Yeniliklerin ve Risk Yönetiminin Ekonomik Kalkınmaya Katkıları", *İMKB Dergisi* (5), Ocak/Şubat/Mart: 1998: 1-14.
- Antonious A.vd.(1998), "The Effects of Stock Index Futures Trading on Stock Index Volatility: An Analysis of the Asymmetric Response of Volatility to News", *The Journal of Futures Markets* (1-2) 1991: 151-166.
- Aydoğan, K. (1998), "Spot ve Vadeli Piyasaları İlişkisi Üzerine Bir Not", *İMKB Dergisi* (5), Ocak/Şubat/Mart: 1998: 15-22.
- Bolak M. (1998), *Finans Mühendisliği: Kavramlar ve Araçlar*, İstanbul: Beta
- Canbaş S. ve Doğukanlı H. (1997) *Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar, Sermaye Pazarı Analizleri*, İstanbul: Beta.
- Collins B.M. ve Fabozzi F.J. (1999), "Derivatives and Risk Management: A Tool to Bridge Investment Portfolio, Portfolio Risk, and Strategy Implementation", *The Journal of Portfolio Management*, (25-5) May: 1999: 16-27.
- Doğu M. (1996), *Gelişen Hisse Senedi Piyasaları ve Türkiye*, Ankara: Sermaye Piyasası Yayınları.
- Dönmez Ç. A. ve Yılmaz M. K. (1999), "Türev Piyasalar Finans Sektöründeki Dengenin Korunması Açısından Bir Tehdit Oluşturabilir mi?" *İMKB Dergisi* (11), Temmuz/Ağustos/Eylül: 1999: 49-82.
- Edwards, F. R. ve Ma, C. W. (1992), *Futures and Options*, Singapore: International Edition, McGraw-Hill Book Co., Singapore.

- Edwards, F.R. "Futures Trading And Cash Market Volatility: Stock Index And Interest Rate Futures" *Journal of Futures Markets*, (8-4): 1988: 421-439.
- Feldman R. A. ve Kumar M. S. (1995), "Emerging Equity Markets: Growth, Benefits and Policy Concerns", *Worldbank Research Observer (International)* August: 1995
- Gerety M. S. ve Mulherin H. J. (1991), "Patterns in Intraday Stock Market Volatility, Past and Present", *Financial Analyst Journal* (47-5): September/October 1991: 71-79.
- Gibson R. ve Zimmermann H. (1994), *The Benefits and Risks of Derivative Instruments: An Economic Perspective*, <http://www.finance.wat.ch/geneva/papers/paper1.htm>
- IMF, *World Economic and Financial Surveys*, September 2000
- Kaplan, C. (1999), *Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği*, Ankara: TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği.
- Karluç R. (1991), *Uluslararası Ekonomi*, İstanbul: Bilim Teknik (Genişletilmiş 3. Baskı).
- Konishi A. ve Dattatreya R.E. (1991) "Introduction" [(eds.) A. Konishi; R.E. Dattatreya (1991), *The Handbook of Derivative Instruments*, Illinois: Probus Publishing Company] içinde: 1.
- Maberly E. D. vd. (1989), "Stock Index Futures and Cash Market Volatility: A Technical Note", *Financial Analysts Journal*, November/December: 1989: 75-77.
- Marshall J. F. ve Bansal V. K. (1993), *Financial Engineering*, Miami: Kolb Publishing.
- McGinn, C. (1997), *Derivatives - The Regulation Debate*, <http://www.bit.net.au/~colinmcg/derivative.htm>.
- Miller M. H. (1999), "The Derivatives Revolution After Thirty Years: When Will the Lightning Strike Next", *The Journal of Portfolio Management* (25-5), May: 1999: 10-15
- Redhead K. (1997), *Financial Derivatives: An Introduction to Futures, Forwards, Options and Swaps*, Prentice Hall
- Rothstein N. H. ve Little J. M. (1984), "The Market Participants and Their Motivations" [(eds.) N. H. Rothstein; J. M. Little (1984) *The Handbook of Financial Futures: A Guide for Investors and Professional Financial Managers*, McGraw-Hill Book Company] içinde: 115-138.
- Santoni, G. J. (2000), *Index Arbitrage and Stock Price Volatility*, <http://www.cme.com/market/indexarb.pdf>
- Sayılgan G, "Finansal Türev Piyasalarındaki Riskler", *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi* (53-1/4) 1998: 279-296.
- Selvi, Y. (1998), *Finansal Açısından Türev Ürünler: Muhasebeleştirilmesi ve Türkiye'de Uygulanmasına Yönelik Bir Araştırma* (yayınlanmamış doktora tezi), İstanbul Üniversitesi SBE, Muhasebe Denetim Doktora Programı.
- Sill K. (1997), "The Economic Benefits and Risks of Derivative Securities", *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review* January/February: 1997: 15-26

- Tseksekos G. ve Varangis, P. (2000), "Lessons In Structuring Derivatives Exchanges", The World Bank Research Observer (15-1): February: 2000: 85-98.*
- Ugan, G. (1997), "Gelişmekte Olan Hisse Senedi Piyasalarında Sistemik Risk Yönetimi", İMKB Dergisi (2) Nisan/Mayıs/Haziran: 1997: 51-68*
- Yıldırım S. Ç. (1997), Establishment and Design of A Financial Futures-Options Market in Turkey, Ankara: Capital Markets Board of Turkey, No:89.*
- Yılmaz, M. K. (2002), Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Currency Futures), İstanbul: Der.*