

TÜREV PİYASALAR (Vadeli İşlem Piyasaları)

Prof. Dr. Güven SAYILGAN
Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi
İşletme Bölümü Muhasebe-Finansman
Anabilim Dalı Öğretim Üyesi



FUTURES İŞLEMLERİ-1

Futures İşlemleriyle

- * Forward işlemlerinin dezavantajları giderilmiştir:
 - * Forward işlemlerinden daha likittirler.
 - * Ödememe riski (default/credit risk) yoktur (genellikle).
- * Standart sözleşmeler
 - * Belli miktar
 - * Belli ürün
 - * Belli fiyat
 - * Belli tarih

Forward'lardan farkı?

- * Borsa-Standart
- * Takas Odası
- * Teminat Sistemi
- * Günlük Eşleme-Mutabakat

Farklar

* Standart?

- * Varlığın kalitesi
 - * Sözleşme büyüklüğü
 - * Teslimin yeri ve şekli
 - * Teslim tarihleri
 - * Minimum fiyat aralığı
 - * Günlük fiyat sınırları
 - * Pozisyon sınırları
- * Forward'larda, hepsi *pazarlık konusudur.*

Kalite

- * Her varlığın farklı kalitesi olabilir.
- * Kalite standart değilse, satıcı teslim anında en düşük kaliteli malı teslim eder.

Sözleşme Büyüklüğü

- * Bir sözleşmenin ne kadar malı veya değeri temsil ettiği belirlenmiştir.
- * Büyüklük önemlidir:
 - * Çok büyük olursa → küçük yatırımcı alamaz.
 - * Çok küçük olursa → büyük tutarda alanlar için maliyetli olabilir.
 - * Optimal büyüklük, “tipik” yatırımcıya göre belirlenir.

Teslim

- * Nerede yapılacaktır?
- * Taşıma maliyetleri önemlidir.
 - * Teslim yeri standartlaştırılmazsa, satıcı kendisi için en yakın yerde teslim etmek ister.
- * Bazen teslim yeri için seçenekler olabilir. Bu durumda düzeltici ek ödemeler gerekebilir.

Teslimsiz-Nakit Ödeşme

- * Bazı sözleşmelerde belirtilen varlıkları teslim etmek olanaksız olabilir:
 - * S&P 500 Index

Standardizasyonun Etkisi

- * Standart sözleşmeler borsada işlemi mümkün kılar.
- * Likidite sağlar.

Takas Odası

- * Futures piyasalarının bel kemiğidir.
- * Her işlemde taraf olarak yer alır.
- * Garantör olarak güven verir.

Takas Odasının Riski?

* Kuramsal olarak yoktur.

- **Çünkü:**

1. **Teminat Sistemi vardır.**
2. **Günlük Eşleme (Marking-to-market veya **daily settlement**) vardır.**

Piyasa uygulamalarında iflas etmiş bir takas odası yoktur!

Takas Sistemi

- * Temel olarak iki (üç) çeşit teminat vardır:
 1. Başlangıç Teminatı (Initial Margin)
 2. Sürdürme Teminatı (Maintenance Margin)
 3. [Değişim Teminatı (Variation Margin)]
- * Teminatların amacı:
 - * Tarafların ödememe riskini azaltmaktır.

Başlangıç Teminatı:

- * Sözleşme yapıldığı anda ödenir:
 - * Her iki taraftan da alınır.
- * Teminatlar:
 - * Esas olarak, beklenen günlük maksimum fiyat hareketine eşit tutarda saptanır.
- * Nakit olarak ödenmesi zorunlu değildir:
 - * Nakit olursa faizi de olur.
 - * Teminat Mektubu veya
 - * Hazine kağıtları da olabilir.
- * Kaldıraç, başlangıç teminatlarına göre oluşur.

Sürdürme Teminatı

- * Hesaptaki minimum bakiye düzeyidir.
- * Genellikle, başlangıç teminatının %75-80'ni kadardır.
 - * Hesap bakiyesi ST'nin altına düşerse, teminat çağrısı (margin call) yapılır.
 - * Teminat çağrısına uymayan tarafın pozisyonu kapatılır.
 - * Hesap bakiyesi, başlangıç teminatını aşarsa; aşan kısım takas odasından alınabilir.

Günlük Eşleme

- * Kazanç ve kayıplar günlük olarak izlenir...
 - * Piyasada oluşan fiyata gören kazançlı olanın hesabına kazandığı kadar; zararda olanın hesabından zararı kadar...

Örneğin:

- * P.tesi günü:
 - * (4000\$'lık bir futures sözleşmesi alındı.)
 - * 10 adet sözleşme alındı
 - * Bir sözleşme fiyatı 400\$
- * Başlangıç Teminatı = \$2,000
- * Sürdürme Teminatı = \$1,500

Örnek:

Gün	Gelecek Fiyatı	Eşleme	Hesap Bakiyesi	Teminat Çağrısı
P.tesi-Aç.	\$400.00	\$0.00	\$2,000	
P.tesi-Kap.	\$395.00	-\$500	\$1,500	
Salı-Kap.	\$393.00	-\$120	\$1,380	\$620
Çarş.-Kap.	\$397.00	\$400	\$2,400	\$400
Perş.-Kap.	\$403.00	\$600	\$3,000	\$1,000
Cuma-Kap.	\$407.00	\$400	\$3,400	\$1,400

Günlük Eşlemeler

* Futures piyasalarında çok önemlidir:

- * Kazanç ve kayıplar günlük olarak görülür.
- * Gerekli önlemler alınır.

* Bazı Problemleri de Vardır:

- * Bazı sözleşmeler için günde birkaç işlem olur.
- * Bazen hiç işlem olmaz. Bu durumda eski fiyatlar geçerli olur.
- * Bu durumda pozisyonları belirleyen fiyatlar, tüm ilgili değişkenleri/bilgileri yansıtmaz.
- * Böyle bir durumda, uzlaşma komisyonu; gerçeğe uygun değeri (fair value) gelişmeleri (önemli piyasa bilgilerini) gözönünde bulundurarak saptar.

Forwards - Futures

* FORWARDS:

- * OTC
- * Tailor Made
- * Anlaşılan teslim tarihi
- * Eşleşme-Ödeşme vade sonunda
- * Teslim gerçekleşir (genellikle)

* FUTURES

- * Organize
- * Standart
- * Standart Teslim tarihleri
- * Günlük eşleme
- * Teslim Gerçekleşmez (genellikle)

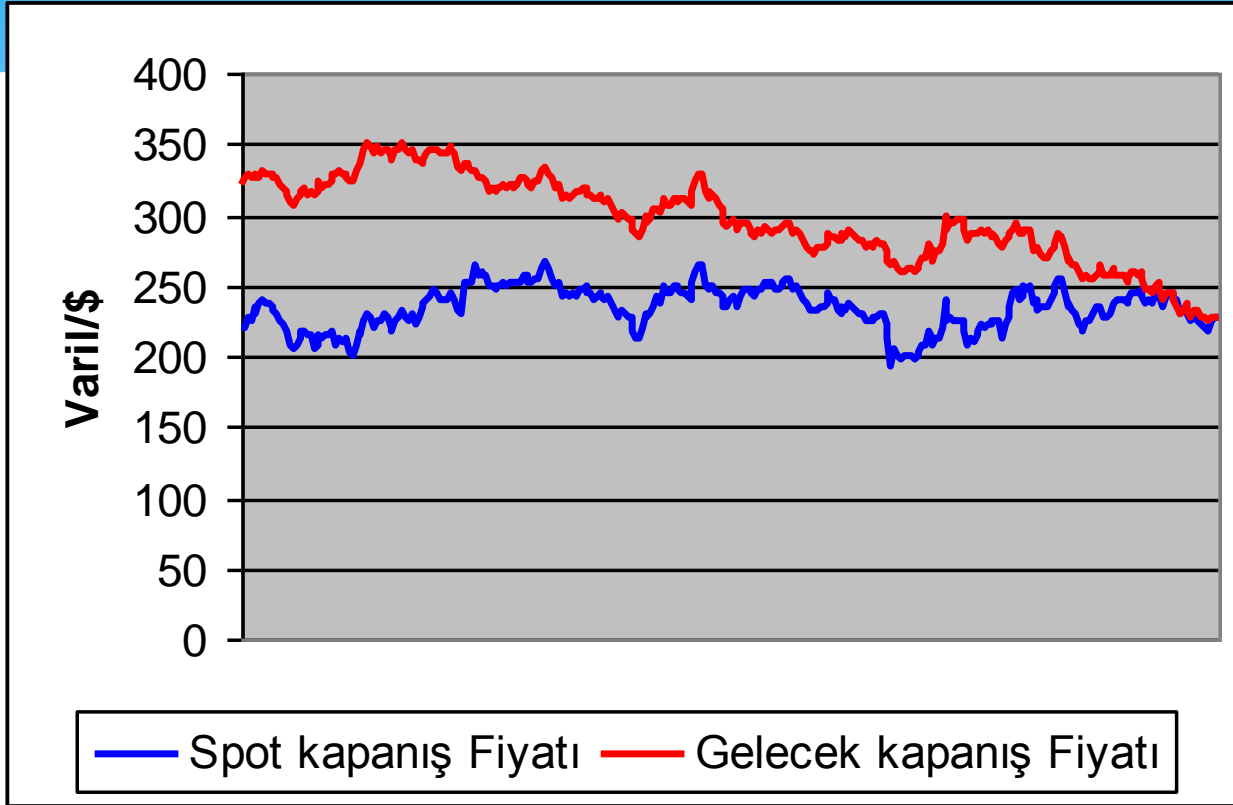
Dikkat!

- * Gelecek fiyatlarının yakınsaması
- * Keynes ve Hicks
- * Sona erdirme
- * Teslim süreçleri
- * Piyasa düzeni

Fiyat Yakınsaması

- * Futures işlemlerinde fiyat vadeye yaklaştıkça spot fiyatlara yaklaşır.
 - * Vadede eşitlenir.
 - * Eşit değilse arbitraj olanağı oluşur.
- * Örneğin: $FF > SF \Rightarrow$:
 - * Futures sözleşmesi sat. Aşırı değerlenmiştir.
 - * Spot'tan al. Düşük değerlenmiştir.
 - * “Triple-Witching Day” sonunda, varlığı teslim et.
 - * $FF-SF$ kadar kar sağlarsın.

Yakınsama



Keynes and Hicks

- * Eğer riskten kaçınanlar (hedgers) satma, spekülâtörler alma davranışı gösteriyorsa;
- * $FF < E(SF)$
 - * Hedger'lar risklerini başkalarına transfer etmek istiyorlar. Spekülâtörler de riski üstlenmek istiyorlar. (Eğer karşılığında bir beklentileri varsa...)
 - * Spekülâtörlerin risk almalarını mümkün kılacak şekilde gelecek fiyatları, beklenen spot fiyatlarından daha düşük olmalıdır. Aradaki fark giderek azalır.
 - * Böyle bir fiyat yapısı, Normal Backwardation olarak bilinir.

- * Keynes (1930) and Hicks (1939) spot ve futures fiyatların talebe göre (long) belirleneceğini belirtmişlerdir.

- * Futures piyasada almak isteyenler, karşı tarafın oluşmasına katkı yapmaktadırlar.
- * Karşıtaraf: Sprkületörler
- * Spekületörlerin bu süreçte var olmaları için varlık fiyatlarının teslim tarihinde oluşacağını bekledikleri fiyatlarının futures fiyatlarından daha yüksek olması gerekir.
- * Buradan hareketle, Keynes ve Hicks gelecek fiyatlarının, gelecekteki spot fiyatı beklentilerine göre oluşacağını belirtmişlerdir.

- * Eğer riskten kaçınanlar (hedgers) alma, spekülâtörler satma davranışı gösteriyorlarsa;
- * $FF > E(S)$.
 - * Gelecek fiyatları zamanla düşer.
 - * Böyle bir durum, piyasalarda olağandır ve Contango olarak isimlendirilir.
- *