

Türkiye’de ve Dünyada Organize Türev Piyasaların Gelişimi

Ersan ERSOY *

ÖZET

Finansal piyasalardaki belirsizliklerin ve fiyat dalgalanmalarının artmasıyla birlikte riskten korunma ihtiyacının artması, ayrıca spekülörlerin yüksek kaldıraç etkisinden ve ortaya çıkan yeni fırsatlardan faydalanmak istemesi türev piyasaların işlem hacmini çok yüksek düzeylere ulaştırmıştır. Bu çalışmanın amacı, hem global olarak organize türev piyasaların gelişimini, hem de Türkiye’deki organize türev piyasaların global organize türev piyasalar içerisindeki yerini ve gelişimini incelemektir.

Türkiye’de türev piyasaların gelişimine engel olan en önemli faktörler, yaşanan ekonomik ve siyasi istikrarsızlık ve yüksek enflasyon olmuştur. VOB’un kurulması, ulusal ve uluslararası düzeyde ortaya çıkan risklerden korunma imkanı ve yeni yatırım fırsatları sunmuştur. VOB kısa bir geçmişe sahip olmasına rağmen hızlı bir büyüme göstermiştir. VOB’da işlem gören vadeli işlem sözleşmelerinin toplam işlem miktarından aldıkları pay dikkate alınarak bir değerlendirme yapıldığında, Türkiye’de faiz oranına kıyasla döviz kuru riskine karşı daha fazla risk algılamasının olduğu söylenebilir. VOB Türkiye’de firmalar tarafından yeterince tanınmamakta ve vadeli işlem sözleşmelerinin riskten korunmak amacıyla nasıl kullanılacağı yeterince bilinmemektedir. Opsiyon sözleşmelerinin işleme açılması ve lisanslı depoculuk faaliyetlerinin başlaması VOB’un gelişimine olumlu katkıda bulunacaktır.

Anahtar Kelimeler: Vadeli İşlem Piyasaları, VOB

Jel Sınıflandırması: G10, G32

Development of Organized Derivatives Markets in Turkey and in the World

ABSTRACT

As a result of increase in uncertainties and price fluctuations in the financial markets, increase in the need of hedging, and the speculators’ demand to benefit from high leverage effect and new opportunities have raised trading volume of derivatives markets to very high levels. The aim of this study is to examine both the development of derivatives exchanges globally and the place and the development of derivatives exchanges in Turkey in organized derivatives exchange in the world.

The most significant factors preventing the development of derivatives exchanges in Turkey have been economic and political instability, and high inflation. The foundation of TurkDEX has enabled hedging opportunities for risks appearing nationally and internationally, and new investment opportunities. Although TurkDEX does not have a long historical background, it has shown a rapid growth. When an assessment is made considering the share that each futures contract receives from trading volume, it can be said that there is a higher risk perception against foreign exchange risk in comparison to interest rates risks in Turkey. TurkDEX is not known enough by the firms in Turkey, and how futures contracts can be used in hedging is not known sufficiently. Starting trading of options and launching licensed warehousing activities will make positive contribution to the development of TurkDEX.

Keywords: Futures Markets, TurkDEX

Jel Classification: G10, G32

* Öğr. Gör. Dr. Ersan Ersoy, Nevşehir Üniversitesi Turizm Fakültesi, eersoy1@yahoo.com

1. Giriş

Genel olarak türev ürünler, iki taraf arasında nitelikleri önceden belirlenmiş bir veya daha fazla varlığın gelecekteki değerine bağlı olarak bugünden alım satımının yapılması için düzenlenen finansal sözleşmelerdir. Türev piyasalar ise bu sözleşmelerin yani türev ürünlerin işlem gördüğü piyasalardır. Diğer bir ifadeyle, ileri bir tarihte teslimatı veya nakit uzlaşması yapılmak üzere herhangi bir mal veya finansal aracın, bugünden alım-satımının yapıldığı piyasalardır. Vadeli işlem sözleşmeleri, alıcı ile satıcı arasında yapılan, standart bir miktar ve kalitedeki bir varlığın, gelecekte belirli bir tarihte ve önceden belirlenmiş bir fiyattan alım satımını düzenleyen sözleşmelerdir (Aydın vd., 2007: 520,531). Opsiyon sözleşmeleri, sahibine belirli bir bedel (opsiyon primi) karşılığında bir varlığı, opsiyonun türüne göre gelecekte belirli bir tarihte veya bu tarihten önce, önceden belirlenmiş bir fiyattan satın alma veya satma hakkı veren standart sözleşmelerdir (Akgüç, 1998: 732).

Emtia fiyatları, faiz oranı ve döviz kuru gibi değişkenlerin gelecekte ne olacağı tam olarak bilinemediği için yatırımcılar geleceğe ilişkin kararlarını belirsizlik koşulları altında vermek zorundadırlar. Türev ürünler, belirsizlik koşullarında karar alan yatırımcıların, bu belirsizliklerden kaynaklanan risklerden korunma çabalarının bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Türev ürünler hem belirsizlik ve fiyat dalgalanmalarının yarattığı risklerden korunma amacıyla, hem de arbitraj ve spekülasyon amacıyla kullanılabilirlerdir.

Bretton Woods sisteminin sona ermesi ile birlikte 1972 yılından sonra döviz kuru ve faiz oranındaki dalgalanmaların ve finansal piyasalarda belirsizliğin artması, bu risklerden korunma ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Hem bu ihtiyacı karşılama üzere döviz, faiz ve hisse senedi üzerine vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin kullanılmaya başlanması, hem de spekülörlerin yüksek kaldıraç etkisinden ve ortaya çıkan yeni fırsatlardan faydalanmak için bu piyasalarda daha fazla işlem yapması vadeli işlem ve opsiyon piyasalarının işlem hacmini çok yüksek düzeylere ulaştırmıştır. Ayrıca uluslararası ticaretin serbestleşmesi, iletişim teknolojisindeki hızlı gelişme, para ve sermaye piyasalarındaki bütünleşme, vadeli işlem piyasalarında gerek işlem gören sözleşme türü ve sayısını gerekse işlem hacmini önemli ölçüde artırmıştır.

1970'li yıllardan günümüze kadar gelen süreçte finansal piyasalarda yaşanan en önemli gelişmelerden biri, piyasalardaki belirsizliklerin ve varlık fiyatlarındaki dalgalanmanın artması sonucunda türev piyasalarda yaşanan hızlı büyümedir. Bu çalışmanın amacı, hem global olarak organize türev piyasaların gelişimini, hem de Türkiye'deki organize türev piyasaların global organize türev piyasalar içerisindeki yerini ve gelişimini incelemektir.

2. Dünyada Organize Türev Piyasaların Gelişimi

Vadeli işlem piyasaları 1970'li yıllarda ortaya çıkan yüksek boyuttaki fiyat dalgalanmalarından sonra önem kazanmıştır. 1972 yılında bütün dünya büyük bir ekonomik

bunalımla karşı karşıya kalmış ve Bretton Woods sistemi terk edilerek dalgalı kur sistemine geçilmiştir. Ayrıca 1973 yılında OPEC'in (Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü) neden olduğu petrol krizinin (petrol fiyatlarının aşırı yükseltilmesi neticesinde maliyetler yükselmiş, dolayısıyla mal ve hizmet fiyatlarında artışlar yaşanmıştır) yarattığı enflasyonu dizginleyebilmek için para politikalarına daha fazla önem verilmeye başlanmış ve bu politika faiz oranlarında dalgalanmaya yol açmıştır. Bu dönemin hemen ardından gelen faiz ve ülkelerarası sermaye akımlarının serbestleştirilmesi sonucunda finansal piyasalarda yüksek düzeyde dalgalanmalar ortaya çıkmıştır. Döviz kuru ve faiz oranlarındaki dalgalanmalardan korunmak ve faydalanmak isteyen kesimlerin talebi, vadeli işlem sözleşmelerine olan ilgiyi olağanüstü boyutta artırmış ve bu sözleşmelerin işlem gördüğü piyasaların işlem hacimleri sürekli artan bir trend izlemiştir (Ergincan, 1996: 1).

Global organize türev piyasalarda gerçekleşen yıllık toplam işlem miktarının (sözleşme sayısı) dayanak varlık bazında 2000-2010 dönemindeki gelişimi Tablo 1'de sunulmuştur. 2010 yılı itibariyle dünya genelinde sayısı 76'ya ulaşan organize borsada işlem gören vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin sayısı, hem birkaç istisna dışında dayanak varlık bazında, hem de toplamda yıllar itibariyle sürekli artış göstererek 2009 yılında 17.700 milyon adete ulaşmıştır.

Tablo 1: Global Organize Türev Piyasalarda Dayanak Varlık Bazında İşlem Miktarı (Milyon Adet)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*	%**
His. Snt. End.	675	1,498	2,791	3,959	3,799	4,080	4,454	5,500	6,489	6,382	5,405	36,1
Birey.His.Snt.	970	1,179	1,355	1,560	1,997	2,357	2,876	4,400	5,511	5,554	4,687	31,4
Faiz Oranı	844	1,234	1,478	1,881	2,271	2,537	3,193	3,745	3,205	2,468	2,418	13,9
Tarımsal Ür.	186	139	199	286	302	379	489	641	895	928	860	5,2
Enerji Ürün.	155	167	209	218	243	280	386	497	581	656	543	3,7
Döviz	47	55	61	78	105	167	240	460	598	984	1,787	5,6
Kıy.Metaller	36	39	51	64	61		102	151	157	151	123	0,9
Kıy.Olm.Met.	76	70	72	90	105	171	116	107	199	463	494	2,6
Diğer	1,3	0,75	0,8	1	1	3	4	26	45	114	85	0,6
Toplam	2,989	4,382	6,217	8,138	8,865	9,973	11,862	15,527	17,679	17,700	16,403	100

**Ocak-Eylül 2010 itibariyle. **2009 yılı oranları.

Kaynak : www.futuresindustry.org, 01.02.2011

FOI (Futures and Options Intelligence) verilerine göre 1980 yılında 58 milyon adet, 1985 yılında 277 milyon adet, 1990 yılında 663 milyon adet, 1995 yılında 1.270 milyon adet olan işlem miktarı, 2010 yılında 22.149 milyon adete yükselmiştir (fointelligence.com, 2011).

Organize borsaların işlem miktarı 2008 yılına kadar sürekli artış göstermiştir. Ancak işlem miktarındaki artış, küresel krizle birlikte 2009 yılında durma noktasına gelmiştir. Bu

süreçte dikkat çeken en önemli noktalardan biri, faiz oranına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem miktarı içindeki payının azalması, dövize dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin payının ise artmasıdır. Toplam işlem miktarının %81,4 ile çok büyük bir kısmını hisse senedi, hisse senedi endeksi ve faize dayalı işlemler oluşturmaktadır. Toplam işlem miktarından, hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin aldığı pay %67, faize dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin aldığı pay ise %14'dür.

İşlem miktarı bazında, 2009 yılı itibariyle işlemlerin % 35'i Asya-Pasifik, % 21'i Avrupa, % 36'sı Kuzey Amerika, % 6'sı Latin Amerika ve % 2'si diğer ülkelerde (Güney Afrika, Türkiye, İsrail, Dubai) gerçekleşmiştir (FIA, 2010: 6).

Tablo 2'de, global organize türev piyasalarda gerçekleşen yıllık toplam işlem miktarının vadeli işlem ve opsiyon bazında 2000-2010 dönemindeki dağılımı görülmektedir. 2000-2009 döneminde hem sözleşme türü bazında, hem de toplamda işlem miktarının arttığı görülmektedir. 2001 yılına kadar organize borsalarda daha çok vadeli işlem sözleşmeleri işlem görürken, 2003 yılından sonra opsiyon sözleşmeleri daha fazla işlem görmeye başlamıştır. FOI verilerine göre 2010 yılında vadeli işlem sözleşmelerinin işlem miktarı 11.195 milyon adet, opsiyonların işlem miktarı ise 10.954 milyon adettir (fointelligence.com, 2011).

Tablo 2: Global Organize Türev Piyasalarda İşlem Miktarı (Milyon Adet)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
Vadeli İş. Söz.	1,444	1,801	2,325	2,995	3,492	4,035	5,294	7,218	8,318	8,179	8,296
Opsiyonlar	578	1,383	3,892	5,142	5,373	5,939	6,579	8,309	9,361	9,521	8,106
Toplam	2,023	3,183	6,217	8,138	8,865	9,974	11,873	15,527	17,679	17,700	16,402

*Ocak-Eylül 2010 itibariyle

Kaynak : www.futuresindustry.org, 01.02.2011

Kaldıraç etkisi sayesinde yüksek kazanç imkanı sunması nedeniyle, günümüzde finansal türev ürünler asıl amacı olan riskten korunmadan daha çok spekülasyon amacıyla kullanılmaktadır. 1990'dan sonra kar marjlarının düşmesi ve yeni piyasa arayışları, bankacılık sisteminde türev ürün kullanımını artırmıştır. Sahip olduğu yüksek kaldıraç etkisi sayesinde bankaların yüksek karlar elde etmesi, onların daha çok kazanmak için daha fazla spekülatif işlem yapmalarına neden olmuştur. Son yıllarda türev ürün kullanımındaki hızlı artışın nedeni olarak, piyasalardaki volatilitenin daha fazla olması, daha esnek bir piyasa ve daha yoğun yeni teknoloji kullanımı olmak üzere üç önemli olgu ön plana çıkmaktadır (Kayahan, 2009: 27-36).

3. Türkiye'de Organize Türev Piyasaların Gelişimi

1980 yılına kadar Türkiye'de türev işlemler ile ilgili bir gelişme olması pek mümkün değildi. Çünkü ekonomi o tarihten önce dışa kapalı ve devletçi bir yapıdaydı. Türev piyasalar

için en önemli koşullardan biri, dayanak varlığın spot piyasadaki fiyatının serbest bir biçimde ve piyasa tarafından belirlenmesidir. Fiyatların devlet tarafından tek taraflı ve suni bir şekilde belirlendiği piyasalarda, ortada bir fiyat değişkenliği ve dolayısıyla korunulması gereken bir fiyat riski olmadığı için, türev piyasaların temel mantığı olan hedging için gerekli ortam yoktur. 1980 öncesinde Türkiye’de tarımsal ürün fiyatları neredeyse tamamen devlet tarafından ve tek taraflı olarak belirlenmekteydi. Faiz oranları da yine devlet tarafından belirlenmekteydi. Sabit kur sistemi uygulanmaktaydı ve dövizin serbest bir biçimde alınıp satılması yasaktı. Gerçek anlamda bir menkul kıymet borsası ise 1986 yılına kadar mevcut değildi. Kısacası türev piyasalar için gerekli ortam oluşmamıştı (Erol, 1999: 427).

1980’den sonra ihracata dayalı büyüme anlayışı benimsenmiş, faiz oranı ve döviz kuru üzerindeki kısıtlamalar kaldırılmış ve piyasa tarafından serbestçe belirlenmeye başlanmış, TL konvertibl hale getirilmiş, sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamalar kaldırılarak serbestleştirilmiş, SPK, İMKB, İstanbul Altın Borsası ve Bankalararası Para Piyasası faaliyete geçmiştir. Söz konusu gelişmeler faiz oranı ve döviz kuru gibi değişkenlerde dalgalanmaların yaşanmasına neden olmuş, ekonomik birimler türev ürünlere ihtiyaç duymaya ve gelişim hızı çok yavaş da olsa tezgahüstü piyasalarda kullanmaya başlamışlardır. Türkiye’de ilk organize türev piyasa 1997’de kurulmuştur. Ancak Türkiye’nin pratikte işleyen bir piyasa olarak ilk organize türev piyasaya, VOB’un kurulmasıyla birlikte 2005 yılında kavuştuğu söylenebilir.

Tarihsel süreç içerisinde Türkiye, İstanbul Altın Borsası bünyesinde açılan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası (1997), İMKB bünyesinde açılan Vadeli İşlemler Piyasası (2001) ve VOB (2005) olmak üzere üç farklı organize türev piyasaya sahip olmuştur.

3.1. İAB Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası ve İMKB Vadeli İşlemler Piyasası

Türkiye’de vadeli işlem piyasaları ile ilgili ilk yasal düzenleme 1992 yılında yürürlüğe giren 3794 Sayılı Kanun’la değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 22. Maddesidir. Bu maddenin j bendi ile SPK vadeli işlem piyasaları ile ilgili düzenleme yapma ve bu borsaları açma yetkisini elde etmiştir. 03.05.1994 tarihinde kurulan İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü tarafından vadeli işlemler piyasasının açılması durumunda, bu piyasanın işleyişinin nasıl olacağına yönelik çalışmalar yapılmıştır. 23.07.1995 tarih ve 22352 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik” büyük önem taşımaktadır. Çünkü bu yönetmelik ile SPK, Türkiye’de vadeli işlem borsalarının kurulmasına karar vermiş ve bununla ilgili hazırlıklara başlamıştır (Chambers, 2009: 193, 196). 07.09.1995 tarihinde 22397 Sayılı Resmi Gazete’de “İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği”, 18.10.1996 tarih ve 22791 Sayılı Resmi Gazete’de “İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği” yayımlanmıştır (Özşahin, 1999: 16). 29.01.1997 tarihinde ilk yönetmeliğe dayanarak iki yönetmelik daha yayınlanmıştır (“İMKB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve

Üyeliğine İlişkin Yönetmelik” ve “ İMKB Vadeli İşlemler Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik”). Bu yönetmelikler ile, kurulacak borsada işlem sistemi, üyelik, takas vb. konularda düzenlemeler yapılmıştır. Söz konusu iki yönetmelik, İMKB bünyesinde vadeli işlem piyasasının açılmasında oldukça önemli bir aşamayı oluşturmuştur. Bu yönetmelikler Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının kuruluşu için yasal dayanağı oluşturarak, bu konudaki çalışmaların hızlandırılmasını sağlamıştır (Chambers, 2009: 193, 195).

Ayrıca SPK'nın ilk yönetmeliğinin ardından, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından da 29.08.1996 tarih ve 22742 Sayılı Resmi Gazete’de “İzmir Ticaret Borsası Vadeli İşlemler Piyasası Genel Yönetmeliği” ve 06.08.1997 tarih ve 23072 Sayılı Resmi Gazete’de “Ticaret Borsaları Vadeli İşlemler Piyasası Genel Yönetmeliği” yayımlanmıştır. Vadeli işlem borsaları ile ilgili farklı kaynaklı düzenlemelerin yapılması, SPK ile Sanayi ve Ticaret Bakanlığı arasında bir yetki uyuşmazlığına neden olmuştur. Yetki uyuşmazlığının temel nedeni, vadeli işlem sözleşmelerinin niteliği konusundaki görüş farklılığıdır¹ (Özşahin, 1999: 16-17). 1999 yılına kadar süren bu yetki karmaşası, 15 Aralık 1999’da Sermaye Piyasası Kanunu’nun 22. ve 40. maddesinde yapılan değişiklikler ile düzenleme yapma yetkisinin tamamen SPK’ya verilmesiyle son bulmuştur (Özalp, 2003: 103).

Türkiye’de ilk organize türev piyasa işlemleri; 15 Ağustos 1997 tarihinde İstanbul Altın Borsası bünyesinde açılan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası’nda, altın vadeli işlem sözleşmeleri ile başlamıştır. Bu piyasada 100 ons ve 1 kg olmak üzere iki ayrı büyüklükte düzenlenmiş olan altın vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmüştür (Nurcan, 2005: 37). Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası 01.02.2006 tarihinde kapatılmıştır. Tablo 3’de görüldüğü üzere, bu piyasanın 2002-2004 dönemindeki işlem hacmi sıfırdır. Bu piyasanın açık olduğu sekiz yıllık dönemdeki toplam işlem sayısı ise 95’tir.

1997 yılında vadeli işlem piyasalarında öncelikle endeks vadeli işlem sözleşmelerinin işlem görmesi öngörülmüş ve bu amaçla İMKB tarafından vadeli işlemlere konu edilmesi amacıyla İMKB 30 endeksi oluşturulmuştur. Fakat 2001 yılında öncelikle dövizle dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işleme açılması öngörülmüştür (Özalp, 2003: 104).

İMKB Vadeli İşlemler Piyasası 15 Ağustos 2001 tarihinde İMKB bünyesinde faaliyete geçmiştir. Ancak arzu edilen gelişmeyi sağlayamamış ve VOB’un kuruluşuyla birlikte 28 Ocak 2005 tarihinde kapatılmıştır.² 2001 Şubat ayında dalgalı kur rejimine geçilmesinin de

¹Vadeli işlem sözleşmelerinin emtia ticareti olarak kabul edilmesi durumunda, mevcut düzenlemeler uyarınca, Ticaret Borsaları nezdinde gerçekleştirilecek olup, ilgili düzenlemeler Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından yapılacaktır. Vadeli işlem sözleşmelerinin mal fiyatları baz alınmak suretiyle gelecekteki fiyat dalgalanmalarından korunmak ve geleceğe yönelik fiyat bilgisi sağlama amacıyla kullanılan bir sermaye piyasası aracı olarak kabul edilmesi durumunda da SPK düzenleme alanının içerisine girecektir. Benzer bir yetki uyuşmazlığı ABD’de de yaşanmıştır. Ayrıntılı bilgi için: (Özşahin, 1999: 17).

² İMKB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik ile İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmeliğin Geçici 1. Maddesinde yer alan, “23.02.2001 tarih ve 24327

etkisiyle, döviz piyasasına istikrar kazandırmak, kur riskinden kaynaklanan olumsuzlukların giderilmesine katkıda bulunmak ve dövizin gelecekteki fiyatına ilişkin ekonomik birimlere yön gösterecek bir piyasa oluşturmak amacıyla ilk olarak TL/\$ döviz vadeli işlem sözleşmeleri (futures) işlem görmeye başlamıştır.

Tablo 3’de de görüldüğü üzere piyasaya olan ilgi yetersiz kalmıştır. Bunun üzerine piyasaya işlerlik kazandırmak amacıyla 2 Ocak 2004’de, sözleşme büyüklüğü 100.000 ABD dolarından 10.000 ABD dolarına düşürülmüş, döviz piyasasında genel olarak gözlenen istikrar ve düşük volatilité dikkate alınarak işlem teminatı % 20’den % 12’ye indirilmiş, işlem teminatı olarak TL ödemeli hazine bonusu ve devlet tahvilleri de teminata kabul edilmiş ve TL/ABD Doları sözleşmeleri ile aynı özelliklere haiz TL/Euro sözleşmeleri işleme açılmıştır (İMKB, 2003: 12). Ancak yapılan bu değişiklikler amacına ulaşamamış ve Tablo 3’de görüldüğü üzere toplamda sadece 22 adet işlem gerçekleşmiştir.

Tablo 3: İAB Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası İle İMKB Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişimi

	İAB Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası			İMKB Vadeli İşlemler Piyasası		
	Sözleşme Sayısı	İşlem Sayısı	İşlem Değeri (USD)	Sözleşme Sayısı	İşlem Sayısı	İşlem Değeri (USD)
1997	445	61	13.511.486,15			
1998	30	3	833.443,70			
1999	47	10	1.197.131,30			
2000	167	17	2.188.447,59			
2001	50	4	971.071,66	26	20	2.600.000,00
2002	0	0	0,00	4	2	400.000,00
2003	0	0	0,00	0	0	0,00
2004	0	0	0,00	0	0	0,00
Toplam	739	95	18.701.580,40	30	22	3.000.000,00

Kaynak: Dikmen, 2008: 49.

İMKB bünyesinde vadeli işlemlerin uygulanması için gerekli koşullar, büyük ölçüde yaşanan ekonomik istikrarsızlık nedeniyle oluşturulamamıştır (Sayılğan, 2002: 33). Ayrı bir borsada faaliyet gösterilmemiş olması, sözleşme büyüklüklerinin çok yüksek olması nedeniyle küçük yatırımcılar tarafından kullanılamaması, işlem teminatının ve fiyat adımının (1.000 TL) yüksek olması, başlangıçta sadece ABD Doları üzerine işlem yapılması ve tanıtımının yeterli düzeyde yapılmaması piyasanın gelişiminde engel teşkil etmiştir (Aşıkoğlu ve Kayahan, 2008: 166).

sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik uyarınca yapılan işlemler söz konusu borsaya devredilir.” hükmü uyarınca 28.01.2005 tarihinde adı geçen yönetmelikler yürürlükten kalkmış ve İMKB Vadeli İşlemler Piyasası 28.01.2005 tarihinde kapatılmıştır.

Ayrıca gerçekleştirilen işlemlerle ilgili vergilendirme, hukuki çerçeve, muhasebeleştirme, uzaktan erişim sorunları ve yüksek aracılık ve tescil ücretleri de piyasanın gelişimine engel olmuştur. Pozisyonlarda ortaya çıkan günlük kar için BSMV (Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi) ödenip ödenmeyeceği ve işlemlerin nasıl muhasebeleştirileceği belli değildi. Piyasaya uzaktan erişim sisteminin olmaması ve bu nedenle üyelerin borsada eleman bulundurma zorunluluğu da sorun yaratmaktaydı. Piyasada döviz üzerine vadeli işlem sözleşmelerinin işlem görmesi öngörüldüğü için ilk aşamada aracı kurumlar üyeliğe kabul edilmemiş, sadece spot döviz piyasasında yoğun işlem yapan bankalardan aktif büyüklüğüne göre az sayıda banka üyeliğe kabul edilmiştir. O dönemde bankalar üyelik tescil ücretlerini ve işlem maliyetlerini yüksek, buna karşın teminatlara uygulanan faiz oranlarını düşük bulmuşlardır. Ayrıca aracı kurumların üyeliğe kabul edilmemesi, piyasanın tanıtım ve gelişmesini engelleyen bir faktör olmuştur. 11 Eylül 2001'de New York'ta ikiz kulelere yapılan saldırı ve sonrasında başlayan ABD-Irak tedirginliğinin de piyasa üzerinde olumsuz etki yarattığı söylenebilir. Çünkü bu tarihten sonra piyasada işlem gerçekleşmemiştir (Özalp, 2003: 106-110).

Pozisyonlarda ortaya çıkan günlük kar için BSMV ödenmeyeceğine karar verilmesi, sözleşme büyüklüğü vb. konularda yapılan değişiklikler ile yukarıda belirtilen sorunlara her ne kadar çözümler getirilmeye çalışılsa da, İMKB Vadeli İşlem Piyasası iyi bir gelişim gösterememiştir.

Yaşanan ekonomik ve siyasi istikrarsızlık, yüksek enflasyon gibi faktörler Türkiye'de türev piyasaların yeterince gelişmemesinin en önemli nedenleridir. Yatırımcıların türev piyasalar ve risk yönetimi ile ilgili yeterince bilgi sahibi olmaması, risk yönetimine gereken önemin verilmemesi, yaşanan hukuki sorunlar, işlemlerin muhasebeleştirilmesi ve kazançların vergilendirmesinde yaşanan sorunlar da türev piyasaların gelişimine engel olmuştur.

3.2. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası

Türkiye'de 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan ekonomik kriz nedeniyle çok sayıda banka ve işletmenin iflas etmesi veya büyük zararlarla karşı karşıya kalması, piyasalardaki risklere karşı yeteri kadar önlem alınmadığını ortaya çıkarmış ve risk yönetimini tekrar gündeme getirmiştir.

Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan ekonomik krizlerden sonra, belli başlı makroekonomik göstergelerde göreceli bir istikrar sağlanmış, özellikle faiz oranı ve enflasyonda büyük oranda düşüşler yaşanmış, döviz kurlarındaki volatilité geçmiş yıllara kıyasla azalmıştır. Ancak yurtdışı piyasalardan kaynaklanan nedenlerle döviz kurlarında zaman zaman beklenmeyen dalgalanmalar yaşanmıştır. 2001 yılında yaşanan krizden sonra makro ekonomik göstergelerde ortaya çıkan göreceli iyileşme ve istikrar, 2005 yılında VOB'un kurulması için uygun bir ortam yaratmıştır (Baklacı, 2007: 54).

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın Türkiye'de kuruluş ve faaliyete geçiş süreci tarihsel olarak şu şekilde gerçekleşmiştir. 15 Aralık 1999'da Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22. Maddesi³ ve 40. Maddesinde⁴ yapılan değişikliklerle, vadeli işlemler ve opsiyon borsalarının Türkiye'de kurulmasıyla ilgili düzenleme yapılmıştır. 23 Şubat 2001'de 24327 sayılı resmi Gazete'de "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik" yayımlanmıştır. 19 Ekim 2001'de Bakanlar Kurulu Kararı ile VOB'un kurulmasına izin verilmiştir. 4 Temmuz 2002'de VOB kurulmuştur. 5 Mart 2004'te SPK'dan faaliyet izni alınmıştır. 27 Mart 2004'te Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği resmi Gazete'de yayımlanmıştır. 30 Kasım 2004'te VOB'da işlem gören sözleşmeler ve VOB üyelerine ilişkin hususlar SPK tarafından onaylanmıştır. 26 Ocak 2005'te VOB üyelik ve işlem esasları ile vadeli işlem sözleşmelerine ilişkin genelgeler yürürlüğe girmiştir. VOB 4 Şubat 2005'te 34 üyesiyle işlemlere başlamıştır (VOB, Ocak 2009: 4).

Finansal piyasaların etkin bir şekilde işleyebilmesi için biri spot diğeri de vadeli olmak üzere iki ayağa ihtiyacı vardır (Bağcı, 2004: 3). VOB'un faaliyete geçmesiyle birlikte finansal sistemin önemli bir sacayağı daha tamamlanmış, reel sektör ve finans sektörü gerek yurtiçi, gerekse yurtdışı piyasalarda ortaya çıkan dalgalanmalara karşı korunma imkanı elde etmişlerdir.

İMKB'de işlem yapanların VOB sayesinde riskten korunma imkanına sahip olması yatırımcı sayısını artıracaktır. VOB'un kurulmasıyla birlikte finansal ürün çeşitliliği artmış, finansal piyasalarda istenen derinlik ve büyüklüğe ulaşma yolunda önemli bir adım atılmıştır. Ayrıca gelişmiş ekonomilerdeki reel sektör firmalarının riskten korunmak amacıyla türev ürün kullanmaları, artık global rekabetin yoğun bir şekilde hissedildiği Türkiye'deki firmalar aleyhine bir rekabet üstünlüğü sağlamaktadır. Onlar rahatlıkla uzun vadeli fiyat verebilirken, Türkiye'deki reel sektör firmaları uzun vadeli fiyat verdiklerinde büyük bir risk almaktadırlar. VOB'un faaliyete geçmesiyle birlikte Türkiye'deki işletmeler de bu rekabet avantajına sahip olmaya başlamışlardır. En azından rekabet dezavantajlarını ortadan kaldıracabilecekleri bir ortamın oluştuğu söylenebilir (Bağcı, 2004: 3).

³ 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanunun 10. Maddesi ile SPK'nın görev ve yetkisi yeniden tanımlanmıştır: "Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların niteliklerini, alım ve satım esaslarını, bu araçların işlem göreceği borsalar ve piyasada çalışacakların denetim, faaliyet ilke ve esasları ile yükümlülüklerini, teminatlar, takas ve saklama sistemi konularındaki esas ve usulleri düzenlemek" (spk.gov.tr, 2010).

⁴ 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanunun 18. Maddesi ile değiştirilmiştir. "Münhasıran ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçlardan oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği tüzel kişiliği haiz borsalar, Kurulun teklifi ve ilgili Bakanın önerisi üzerine Bakanlar Kurulunun onayı ile kurulur. Bu borsaların kuruluş, teşkilat, faaliyet, denetim, üyelik ilke ve esasları ilgili bakanlıkça çıkarılacak bir yönetmelikle belirlenir. Bu borsalar anonim şirket niteliğinde kurulursa, yıllık kârlarının %20'sinden fazlasını dağıtamazlar. Bu fıkra kapsamındaki sermaye piyasası araçları damga vergisinden muaftır." (spk.gov.tr, 2010).

VOB'da işlem gören vadeli işlem sözleşmeleri Tablo 4'de sunulmuştur. 2010 Aralık ayı itibariyle dövize, endekse, faize ve emtiaya dayalı olan toplam 13 adet vadeli işlem sözleşmesi işlem görmektedir. Fiziki teslimatlı (Hesaben) VOB-TL/Dolar ve VOB-TL/Euro vadeli işlem sözleşmeleri 2009 Aralık ayında, VOB-İMKB 30-100 Endeks Farkı, VOB-EUR/USD Çapraz Kuru ve VOB-Dolar/Ons Altın vadeli işlem sözleşmeleri ise 2010 Aralık ayında işlem görmeye başlamıştır. 91 ve 365 günlük hazine bonolarına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde işlemler 04.02.2005 tarihinde başlamış, 19.08.2006 tarihinde ise son bulmuştur. VOB-G-DİBS vadeli işlem sözleşmeleri 26.04.2006 tarihinden itibaren işlem görmeye başlamıştır.

Tablo 4: VOB'da İşlem Gören Sözleşmeler

Döviz Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri	Emtiaya Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri
VOB-TL/Dolar VİS	VOB-Egepamuk VİS
Fiziki Teslimatlı (Hesaben) VOB-TL/Dolar VİS	VOB-Anadolu Kırmızı Buğday VİS
VOB-TL/Euro VİS	VOB-Altın VİS
Fiziki Teslimatlı (Hesaben) VOB-TL/Euro VİS	VOB-Dolar/Ons Altın VİS
VOB-EUR/USD Çapraz Kuru VİS	
Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri	Faize Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri
VOB-İMKB 30 VİS	VOB-G-DİBS VİS
VOB-İMKB 100 VİS	
VOB-İMKB 30-100 Endeks Farkı VİS	

Kaynak : www.vob.org.tr, 01.03.2011

Tablo 5 ve Tablo 6'da sözleşme bazında VOB'un hem işlem miktarı, hem de işlem hacmi bakımından gelişimi görülmektedir. Tablolar incelendiğinde, VOB'da gerçekleştirilen işlemlerin hem miktar hem de hacim olarak hızlı bir büyüme gösterdiği görülmektedir. 2005 yılında 1.771.308 adet olan işlem miktarı, 2010 yılında 63.952.177 adetlik bir düzeye sahip olmuştur. 2005 yılında 2.919.478.931 TL olan işlem hacmi ise 2010 yılında 431.681.986.516 TL'ye yükselmiştir.

Tablo 5: Sözleşme Bazında VOB'da Gerçekleşen İşlem Miktarı (Adet)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ENDEKS VİS	164.931	2.194.245	17.016.913	40.334.968	65.399.748	56.519.304
VOB-İMKB 100 VİS	26.319	37.323	1.561	2.961	6.654	8.066
VOB-İMKB 30 VİS	138.612	2.156.922	17.015.352	40.332.007	65.393.094	56.508.907
VOB-İMKB 30-100 Endeks Farkı VİS	-	-	-	-	-	2.331
FAİZ VİS	2.184	3.318	401	420	564	5.584
VOB-DİBS 365	1.018	1	0	0	-	-
VOB-DİBS 91	1.166	0	0	0	-	-
VOB-G-DİBS VİS	-	3.317	401	420	564	5.584
DÖVİZ VİS	1.603.797	4.429.502	7.849.609	14.110.292	13.912.680	7.279.797
VOB-TL/Dolar VİS	1.545.313	4.233.711	7.832.542	13.979.082	13.687.346	7.095.340
VOB-TL/Euro VİS	58.484	195.791	17.067	131.210	225.334	171.375
Fiziki Teslimatlı VOB-TL/Dolar VİS	-	-	-	-	-	146
Fiziki Teslimatlı VOB-TL/Euro VİS	-	-	-	-	-	30
VOB-EUR/USD Çapraz Kuru VİS	-	-	-	-	-	12.906
EMTİA VİS	396	1.438	110	27.155	118.351	147.492
VOB-Egepamuk VİS	352	13	29	11	0	2
VOB-And. Kırm. Buğday VİS	44	0	0	5.503	4	2
VOB-Altın VİS	-	1.425	81	21.641	118.347	144.965
VOB-Dolar/Ons Altın VİS	-	-	-	-	-	2.523
TOPLAM	1.771.308	6.628.503	24.867.033	54.472.835	79.431.343	63.952.177

Kaynak : VOB, Yıllık Bültenler, 2005-2010.

Tablo 6: Sözleşme Bazında VOB'da Gerçekleşen İşlem Hacmi (Bin TL)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ENDEKS VİS	658.744	10.608.361	107.605.751	188.231.237	310.940.738	419.605.352
VOB-İMKB 100 VİS	95.353	161.658	7.715	11.394	28.601	47.721
VOB-İMKB 30 VİS	563.391	10.446.703	107.598.036	188.219.843	310.912.137	419.553.755
VOB-İMKB 30-100	-	-	-	-	-	3.876
VOB-İMKB 30-100 End Farkı VİS	-	-	-	-	-	3.876
FAİZ VİS	19.946	26.049	3.355	3.274	4.805	49.640
DİBS 365	8.687	9	0	0	-	-
DİBS 91	11.259	0	0	0	-	-
VOB-G-DİBS VİS	-	26.040	3.355	3.274	4.805	49.640
DÖVİZ VİS	2.240.018	6.747.505	10.426.033	19.628.771	22.633.451	11.155.281
VOB-TL/Dolar VİS	2.141.819	6.357.492	10.394.759	19.360.939	22.131.362	10.755.760
VOB-TL/Euro VİS	98.199	390.013	31.274	267.832	502.089	344.893
Fiziki Tesl. VOB-TL/Dolar VİS	-	-	-	-	-	21.988
Fiziki Tesl. VOB-TL/Euro VİS	-	-	-	-	-	6.224
VOB-EUR/USD Çapraz Kuru VİS	-	-	-	-	-	26.416
EMTİA VİS	771	4.241	304	99.318	593.864	871.714
VOB-Egepamuk VİS	682	25	65	28	0	12
VOB-And. Kırm. Buğday VİS	89	0	0	14.364	11	6
VOB-Altın VİS	-	4.215	239	84.926	593.853	866.199
VOB-Dolar/Ons Altın VİS	-	-	-	-	-	5.497
TOPLAM	2.919.479	17.386.155	118.035.443	207.962.600	334.172.858	431.681.987

Kaynak : VOB, Yıllık Bültenler, 2005-2010.

VOB kısa bir geçmişe sahip olmasına rağmen, FIA (Futures Industry Association) verilerine göre 2009 yılında vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri için işlem miktarı en yüksek ilk 40 organize türev borsa arasında yapılan sıralamada 24. sırada yer almıştır. 2009 yılında işlem miktarı en yüksek vadeli işlem sözleşmeleri arasında yapılan sıralamada, ilk 20 organize türev borsa arasında 20. sırada yer almıştır. Hisse senedi endeksi ve döviz kuruna dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri arasında yapılan sıralamalarda ise VOB-TL/Dolar VİS ve VOB-İMKB 30 VİS ilk 20 sözleşme arasında 18. sırada yer almıştır (FIA, 2010: 8-17).

Toplam işlem miktarında, 2010 yılı hariç diğer yıllarda hızlı bir büyüme yaşanmıştır. Özellikle VOB-İMKB 30 Vadeli İşlem Sözleşmesinin işlem hacmi ve işlem miktarındaki artış dikkat çekecek boyuttadır. En fazla işlem miktarına sahip olan sözleşmeler, 2005 ve 2006 yılında VOB-TL/Dolar Vadeli İşlem Sözleşmesi, 2007 yılından itibaren ise VOB-İMKB 30 Vadeli İşlem Sözleşmesidir. VOB'da aktif olarak işlem gören iki vadeli işlem sözleşmesi vardır. Bunlar, VOB-İMKB 30 Vadeli İşlem Sözleşmesi ile VOB-TL/Dolar Vadeli İşlem Sözleşmesidir. 2010 yılı itibariyle VOB-İMKB 30 Vadeli İşlem Sözleşmeleri toplam işlem miktarından %88,4'lük bir pay alırken, VOB-TL/Dolar Vadeli İşlem Sözleşmeleri %11,1'lik bir pay almaktadır. İMKB 100, G-DİBS, Euro ve altına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem miktarları son yıllarda artmasına rağmen, toplam işlem miktarından almış oldukları pay çok düşük düzeylerde kalmaktadır.

Aralık 2010 yılında işlem görmeye başlayan vadeli işlem sözleşmeleri, firmalara, bireysel ve kurumsal yatırımcılara riskten korunma ve yatırım yapma açısından yeni fırsatlar sunmaktadır. Bu sözleşmelerin piyasa tarafından talep görüp görmeyecekleri ilerleyen zamanlarda belli olacaktır.

Dünyadaki türev borsaların yarısından fazlasında işlem hacminin büyük kısmını genelde bir veya iki sözleşme üzerine gerçekleştirilen işlemler oluşturmaktadır. Dolayısıyla bu açıdan VOB birçok türev borsa ile benzerliğe sahiptir (Dönmez, Nisan 2010: 3).

Vadeli işlem piyasalarında spekülasyon, arbitraj ve hedging olmak üzere üç amaçla işlem yapılmaktadır. VOB'da gerçekleştirilen işlemlerin büyük kısmını spekülasyon amacıyla yapılan işlemler oluşturmaktadır (Yıldırım, 2010: 17).

2009 yılı itibariyle global organize türev piyasalarda hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem miktarından aldıkları pay sırasıyla % 31 ve %36, toplamda ise % 67'dir. VOB'da hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmesi bulunmamaktadır. Karşılaştırma yapıldığında, VOB'da hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem miktarından daha yüksek bir pay (% 82) aldığı görülmektedir. Ayrıca global organize türev piyasaların tersine, VOB'da döviz dayalı vadeli işlem sözleşmeleri % 17,5'lik bir paya sahipken (global organize türev piyasalarda % 5,6), faize dayalı vadeli işlem sözleşmeleri % 1'lik bir paya bile sahip değildir (global organize

türev piyasalarda % 14). Söz konusu durum baz alındığında, Türkiye’de faiz oranına kıyasla döviz kuru riskine karşı daha fazla risk algılamasının olduğu söylenebilir.

Türkiye’de kurumların riske bakış açıları çerçevesinde vadeli işlem piyasalarının gelişimi açısından dikkat çeken en önemli nokta, dünyadaki gelişimin tersine Türkiye’de kurumsal yatırımcıların kur riskini faiz riskine nazaran daha fazla önemsemesi ve gerek organize, gerekse tezgahüstü piyasalarda faiz vadeli işlem sözleşmelerinin değil, döviz vadeli işlem sözleşmelerinin alım-satımını yapıyor olmalarıdır. Bununla birlikte, kur riskine karşı bu aşırı duyarlılığın, piyasa gelişmeleri sonucunda faiz ve kredi riskinin boyutunda ortaya çıkacak değişimlerle birlikte, orta-uzun vadede faiz vadeli işlem sözleşmelerinin lehine bir değişim göstermesi beklenebilir (Yılmaz, 2007: 71).

Türkiye’de firmaların türev ürün kullanımına yönelik olarak, SPK tarafından Mart 2005’te yapılan ve İMKB’de işlem gören finansal olmayan 118 firmanın katıldığı anket çalışmasında, sadece 7 firmanın VOB’da işlem yapmak için bir hesaba sahip olduğu, 26 firmanın ise VOB’da hesap açmayı planladığı tespit edilmiştir. Anket sorusuna cevap veren 85 firmanın 38’i riskten korunmak için türev ürünlere gereksinimlerinin olmadığını ifade etmiştir. Firmaların vadeli işlem sözleşmelerini kullanmama sebepleri şunlardır; firmaların % 35’i varlıklarını ve yükümlülüklerini dengeleyerek risklerini yönettikleri için, % 29’u döviz kuru ve faiz oranı önceki yıllara göre daha istikrarlı ve öngörülebilir olduğu için, %17’si bankalarla yapılacak forward sözleşmeleri tercih ettikleri için VOB’u tercih etmediklerini ifade etmişlerdir. Ayrıca ankete katılan firmaların çoğunun marjın gereksinimini işlem maliyeti olarak algıladıkları tespit edilmiştir. RiskActive’nin de katılımıyla VOB tarafından Mart 2006’da yapılan ve İMKB’de işlem gören finansal olmayan 100 firmanın katıldığı anket çalışmasında ise, anket sorusuna cevap veren firmaların % 73,6’sının VOB ve türev ürünlerden haberdar olduğu, ancak bu firmaların %65,8’nin risk yönetiminde türev ürünleri kullanmadıkları tespit edilmiştir. Türev ürün kullanmayan 50 firmanın en önemli gerekçeleri sırasıyla, türev ürün konusunda uzmanlığa sahip olunmaması, bilgi ve eğitim eksikliği, piyasanın çok volatil olması ve işlem maliyetinin yüksek olmasıdır. Firmalar için öncelikli risk kaynağının döviz kuru olduğu, faiz oranının ise temel bir risk kaynağı olarak görülmediği tespit edilmiştir. Bu durum, Türkiye’de son yıllarda faiz oranlarında yaşanan istikrarlı hızlı düşüş ve firmaların uluslararası ticari faaliyetlerinde önemli düzeyde artmış olması ile açıklanabilir (Yılmaz ve Kurun, 2007: 184-197).

VOB dış ticaret yapan firmalara kur riskinden korunma imkanı tanımaktadır. Ancak söz konusu firmalar tarafından özellikle de küçük ve orta ölçekli işletmeler tarafından dövize dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin yeterince kullanılmadığı gözlemlenmektedir (Saticı, 2011: 34). Bu durumun en önemli nedeni, VOB’un bu firmalar tarafından yeterince tanınmaması ve vadeli işlem sözleşmelerinin riskten korunmak amacıyla nasıl kullanılacağına bilinmemesidir. Bu çerçevede VOB tarafından, çeşitli tanıtım ve bilgilendirme faaliyetleri yapılmaktadır.

Ancak bu faaliyetlerin sadece VOB tarafından yürütülmesi yeterli olmayacaktır. İhracatçı birlikleri, ticaret borsaları, KOSGEB gibi ilgili tüm tarafların, vadeli işlem sözleşmelerinin özellikle riskten korunma amaçlı kullanımı konusunda tanıtım ve bilgilendirme faaliyetlerine katılması ve destek vermesi gerekmektedir.

Vadeli işlem sözleşmelerinin riskten korunma amacıyla kullanımını yaygınlaştırmak için yapılan çalışmalar, mikro düzeyde işletmeler makro düzeyde ise ekonomi üzerinde olumlu etkiler yaratacaktır. Bu çerçevede ihracatçı firmaların, kur riskinden korunmak için vadeli işlem sözleşmelerini kullanmalarını teşvik etmek amacıyla VOB TL/DOLAR ve VOB TL/EURO sözleşmelerindeki teminat oranı şirketler için %10'a düşürülmüştür (Vobjektif, Ekim 2010: 7). VOB'daki kazançlara uygulanan %10 stopaj oranı şirketler ve kurumsal yatırımcılar için tüm sözleşmelerde sıfırlanmıştır. BSMV, özellikle kurumsal yatırımcıların daha yoğun olduğu döviz vadeli işlem sözleşmelerindeki likiditeyi olumsuz yönde etkilemekteydi. BSMV mükellefi kurumlar için VOB'da elde edilen kazançlar üzerinden uygulanmakta olan %5 oranındaki BSMV sıfırlanmıştır (Dönmez, Ekim 2010: 4).

VOB tarafından yapılan çalışmalar neticesinde, VOB-İMKB-30 vadeli işlem sözleşmesi için CFTC'den (Commodity Futures Trading Commission) No-Action Letter belgesinin alınması, Amerikalı bireysel yatırımcılara ve yatırım fonlarına bu sözleşme için alım satım yapma imkanı sağlamıştır (Vobjektif, Temmuz 2010: 10). Emri vererek işlemi gerçekleştiren üye/hesap ile teminatların ve açık pozisyonların tutulduğu üyenin/hesabın farklılaştırılabilmesine imkan tanıyan pozisyon transferi işlemleri "Özel Şartlara Tabi Pozisyon Transferi" (Give-up) hayata geçirilmiş (Vobjektif, Ocak 2010: 6), aracı kuruluşlardan alınan borsa payı yüzbinde beşten yüzbinde dörde indirilmiş, "İMKB 30-100 Endeks Farkı" vadeli işlem sözleşmesi ve yabancı para birimi cinsinden işlem gören olan "Dolar/Ons Altın" ve "Eur/USD Çapraz Kuru" vadeli işlem sözleşmeleri işleme açılmıştır. Alım satım sisteminin yenilenmesi ve elektrik, canlı hayvan gibi farklı ürünlere dayalı vadeli işlem sözleşmeleri ile opsiyon sözleşmelerinin hayata geçirilmesi için yürütülen çalışmalar da VOB'un gelişimi açısından önem arz etmektedir.

Ayrıca lisanslı depoculuk faaliyetinde bulunacak olan Ege Tarım Ürünleri Lisanslı Depoculuk A.Ş.'nin (ELİDAŞ) faaliyete geçmesi ile birlikte, özellikle pamuk vadeli işlem sözleşmelerinin halen gerçekleştirilemeyen fiziki teslimat yapısına kavuşması mümkün olacak ve bu da piyasa işlem hacmini son derece olumlu etkileyecektir (Dönmez, Temmuz 2010: 3).

Tablo 7'de VOB'da gerçekleşen işlem hacminin yerli ve yabancı yatırımcı bazında dağılımı verilmiştir. Gerçekleşen işlemlerin yatırımcı bazında dağılımı incelendiğinde, işlemlerin çok büyük kısmının yerli yatırımcılar tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir. 2007 yılında % 25 düzeyine çıkan yabancı yatırımcıların payı, 2010 yılında % 11 düzeyinde kalmıştır.

Tablo 7: Yerli ve Yabancı Yatırımcı Bazında Vadeli İşlem-Opsiyon İşlem Hacmi Dağılımı*

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Yerli Yatırımcı	87%	89%	75%	77%	92%	89%
Yabancı Yatırımcı	13%	11%	25%	23%	8%	11%
TOPLAM	100%	100%	100%	100%	100%	100%

*İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'deki kimlik bilgilerine göre, T.C. vatandaşı olmayan gerçek kişiler ile yurtdışı merkezli tüzel kişiler "yabancı yatırımcı", bunların dışında kalanlar "yerli yatırımcı" olarak kabul edilmektedir.

Kaynak: www.vob.org.tr, 01.03.2011

4. Sonuç

Global organize türev piyasaların 1990 yılında 663 milyon adet olan işlem miktarı, 33,4 kat büyüyerek 2010 yılında 22.149 milyona adete yükselmiştir. Kaldıraç etkisi sayesinde yüksek kazanç imkanı sunması nedeniyle, günümüzde finansal türev ürünler asıl amacı olan riskten korunmadan daha çok spekülasyon amacıyla kullanılmaktadır.

1997 yılında İstanbul Altın Borsası bünyesinde açılan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası ile 2001 yılında İMKB bünyesinde açılan Vadeli İşlemler Piyasası arzu edilen gelişmeyi gösterememiş ve bu piyasalar VOB'un kuruluşuyla birlikte kapatılmışlardır. Vergilendirme, muhasebeleştirme, sözleşmelerin taşıdığı bazı özellikler gibi mikro düzeyde bazı faktörlerin de etkisi olmakla birlikte, yaşanan ekonomik ve siyasi istikrarsızlık, yüksek enflasyon gibi faktörler Türkiye'de türev piyasaların yeterince gelişmemesinin en önemli nedenleridir. Ayrıca yatırımcıların türev piyasalar ve risk yönetimi ile ilgili yeterince bilgi sahibi olmaması ve risk yönetimine gereken önemin verilmemesi de türev piyasaların gelişimini olumsuz etkilemiştir.

VOB'un kurulması, finansal piyasalardaki ürün çeşitliliğini artırmış, hem bireysel ve kurumsal yatırımcılara, hem de reel sektör ve finans sektörüne ulusal ve uluslararası düzeyde ortaya çıkan risklerden korunma imkanı ve yeni yatırım fırsatları sunmuştur. Ayrıca uluslararası rekabet açısından bir değerlendirme yapıldığında, VOB'un kurulmuş olması, Türkiye'de faaliyette bulunan firmalar için bu borsaya sahip olmamanın risk yönetimi açısından yarattığı dezavantajın ortadan kaldırılmasında önemli bir adımdır.

VOB'da 2010 Aralık ayı itibarıyla dövize, endekse, faize ve emtiaya dayalı toplam 13 adet vadeli işlem sözleşmesi işlem görmektedir. Ancak aktif olarak işlem gören sadece iki vadeli işlem sözleşmesi vardır. Bunlar, VOB-İMKB 30 Vadeli İşlem Sözleşmesi ve VOB-TL/Dolar Vadeli İşlem Sözleşmesidir. VOB'un işlem hacmi hızlı bir büyüme göstermiştir. Özellikle VOB-İMKB 30 Vadeli İşlem Sözleşmesinin işlem hacmi ve işlem miktarındaki artış dikkat çekecek boyuttadır. İMKB 100, G-DİBS, Euro ve altına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem miktarları son yıllarda artmasına rağmen, toplam işlem miktarından almış oldukları pay çok düşük düzeylerde kalmaktadır.

VOB kısa bir geçmişe sahip olmasına rağmen, işlem miktarı en yüksek ilk 40 organize türev borsa arasında yapılan sıralamada 2009 yılında 24. sırada yer almıştır. Diğer borsalarda olduğu gibi VOB'da da gerçekleştirilen işlemlerin büyük kısmını spekülasyon amacıyla yapılan işlemler oluşturmaktadır.

Global organize türev piyasalarda, hisse senedi ve hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem miktarı, toplam işlem miktarının büyük bir kısmını (%67,5) oluşturmaktadır. VOB'da hisse senedine dayalı vadeli işlem sözleşmesi bulunmamaktadır. Ancak endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin işlem miktarından aldığı pay (%82), global organize türev piyasalarla karşılaştırıldığında (%36) daha yüksektir. Ayrıca global organize türev piyasaların tersine, VOB'da döviz dayalı vadeli işlem sözleşmeleri % 17,5'lik bir paya sahipken (global organize türev piyasalarda % 5,6), faize dayalı vadeli işlem sözleşmeleri % 1'lik bir paya bile sahip değildir (global organize türev piyasalarda % 14). Söz konusu durum baz alındığında, Türkiye'de faiz oranına kıyasla döviz kuru riskine karşı daha fazla risk algılamasının olduğu söylenebilir.

VOB tarafından, işlem hacmi düşük olan vadeli işlem sözleşmelerinin kullanımını artırmak için çeşitli çalışmalar yürütülmektedir. Özellikle döviz dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin yeterince ilgi görmemesinde, VOB'un firmalar tarafından yeterince tanınmaması ve vadeli işlem sözleşmelerinin riskten korunmak amacıyla nasıl kullanılacağına bilinmemesi en önemli neden olarak gösterilmektedir. Bu nedenle VOB tarafından, çeşitli tanıtım ve bilgilendirme faaliyetleri yapılmaktadır. Ancak bu faaliyetlerin sadece VOB tarafından yürütülmesi yeterli olmayacaktır. İhracatçı birlikleri, ticaret borsaları, KOSGEB gibi ilgili tüm tarafların, bu faaliyetlere katılması ve destek vermesi gerekmektedir. Ayrıca opsiyon sözleşmelerinin işleme açılmasının VOB'un işlem hacminde yüksek bir artış yaratacağı beklenmektedir. Ege Tarım Ürünleri Lisanslı Depoculuk A.Ş.'nin (ELİDAŞ) faaliyete geçmesi ile birlikte, özellikle pamuk vadeli işlem sözleşmelerinin halen gerçekleştirilemeyen fiziki teslimat yapısına kavuşması mümkün olacak ve bu da piyasa işlem hacmini son derece olumlu etkileyecektir.

KAYNAKLAR

Akgüç, Öztin (1998), Finansal Yönetim, 7. Baskı, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul.

Aşıkoğlu, Rıza - Kayahan, Cantürk (2008), "Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye'nin Türev Piyasa Görünümü", Afyon Kocatepe Üniv. İİBF Dergisi, Cilt X, Sayı 2, s. 157-179.

Aydın, Nurhan - Başar, Mehmet - Coşkun, Metin (2007), Finansal Yönetim, İkinci Baskı, Genç Copy Center, Eskişehir.

Bağcı, Hamdi (2004), “VOB Türev Ürünlerin Gelişimini Hızlandıracak”, ActiveLine Ekonomi, Siyaset, İş Dünyası Dergisi, Sayı 55, Ekim, s. 1-7.

Baklacı, Hasan F. (2007), “Türkiye’de Vadeli Döviz İşlemlerinin Spot Döviz Piyasa Volatilitesi Üzerine Etkileri”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Sayı 250, s. 53-68.

Chambers, Nurgül (2009), Türev Piyasalar, Üçüncü Baskı, Beta Basım Yayım Dağıtım, İstanbul.

Dikmen, Aytaç (2008), Türkiye’de Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişimi Perspektifinde Hisse Senedi Endeks Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Gelişimi ve Spot Piyasa ile Etkileşimi, SPK Piyasa Gözetim ve Düzenleme Dairesi, Yeterlilik Etüdü, Ankara.

Dönmez, Ç. Ali (Nisan 2010), “Genel Müdür’ün Mesajı”, Vobjektif Dergisi, Sayı 15, Nisan, s. 3.

Dönmez, Ç. Ali (Temmuz 2010), “Genel Müdür’ün Mesajı”, Vobjektif Dergisi, Sayı 16, Temmuz, s. 3.

Dönmez, Ç. Ali (Ekim 2010), “Genel Müdür’ün Mesajı”, Vobjektif Dergisi, Sayı 17, Ekim, s. 4.

Ergincan, Yakup (1996), Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Portföy Yönetiminde Kullanımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, SPK Yayın No: 33, Ankara.

Erol, Ümit (1999): Vadeli İşlem Piyasaları, İMKB Yayınları, İstanbul.

FIA, (2010), 2009 Derivatives Exchange Volume Webinar, Presented by Will Acworth and Galen Burghardt, FIA, March 18.

İMKB, (2003), İMKB Faaliyet Raporu, İMKB, İstanbul.

Kayahan, Cantürk (2009), “Finansal Türevler: Efsaneleri ve Algılanma Hataları”, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt 16, Sayı 1, s. 23-37.

Nurcan, Belma (2005), Türev Piyasası İşlemlerinin Vergilendirilmesi ve Örnek Ülke Uygulamaları, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara.

Özalp, Pınar (2003), Türev Araç Piyasalarının Finansal Sistemin İşleyişi İçindeki Rolü: Türkiye’de Bu Piyasalara İşlerlik Kazandırma Çalışmaları, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.

Özşahin, A. Kerem (1999), Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara.

Satıcı, Oğuz (2011), “Dosya: İhracatçıyı Kaçıran Şeytan Üçgeni”, Vobjektif Dergisi, Sayı 15, Ocak, s. 30-34.

Sayılğan, Güven (2002), “Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Takas Odası ve Teminatlar”, İktisat-İşletme ve Finans Dergisi, Yıl 17, Sayı 201, s. 32-43.

VOB, (Ocak 2009), Yatırımcı Rehberi, VOB Yayınları.

Vobjektif, (Ocak 2010), “VOB’dan Haberler”, Vobjektif Dergisi, Sayı 14, Ocak, s.6.

Vobjektif, (Temmuz 2010), “ABD’li Tüm Yatırımcılar Artık VOB’da İşlem Yapabilecek”, Vobjektif Dergisi, Sayı 16, Temmuz, s.10.

Vobjektif, (Ekim 2010), “VOB’dan Haberler”, Vobjektif Dergisi, Sayı 17, Ekim, s.7.

Yıldırım, A. Celalettin (2010), “2010 Yılı: Beklentiler ve VOB”, Vobjektif Dergisi, Sayı 15, Nisan, s. 15-18.

Yılmaz, M. Kemal (2007), “Ekonomik Parametreler Çerçevesinde Döviz Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Türkiye’de Gelişimi ve Kur Riski Açısından Değerlendirilmesi”, İktisat-İşletme ve Finans Dergisi, Yıl 22, Sayı 254, s. 61-72.

Yılmaz, Mustafa K. - Kurun, Engin (2007), “The Impact of Derivatives on Financial Stability in Turkish Economy Evidence from the İstanbul Stock Exchange and TurkDEX”, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 9, pp. 180-199.

(<http://www.fointelligence.com/VolumeSearch.aspx>, 01.03.2011)

(<http://www.futuresindustry.org>, 01.02.2011)

(http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html, 16.03.2010)

(http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html, 16.03.2010)

<http://www.vob.org.tr>, 01.03.2011)